

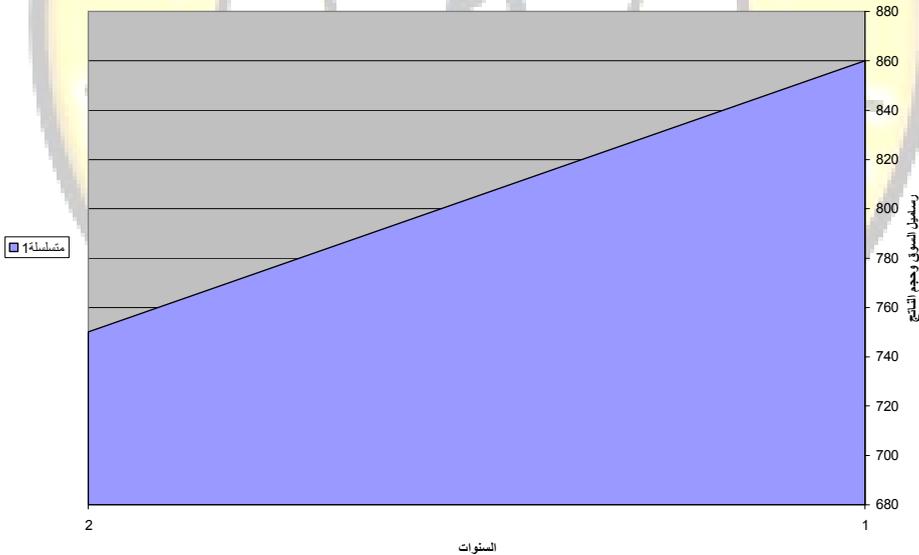
أزمة سوق المال السعودي (البورصة) دراسة اقتصادية

دكتور/ عادل حميد يعقوب (*)

المقدمة

ترجع الأهمية في دراسة أزمة سوق المال السعودي «سوق الأسهم» كونه يمثل أحد اكبر الأسواق الناشئة في العالم، كما أنه يصنف بأنه أكبر سوق مالي في العالم العربي ومنطقة الشرق الأوسط حيث بلغت رساميله في يناير ٢٠٠٦م أكثر من ٧٥٠ مليار دولار^(١)، وهو يقترب من حجم الناتج العربي المحلي، والذي بلغ حوالي ٨٦٠ مليار دولار عام ٢٠٠٤م، ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي :

العلاقة بين رساميل السوق المالي السعودي عام 2006 وحجم الناتج المحلي الإجمالي العربي عام 2004 م



شكل رقم (١)

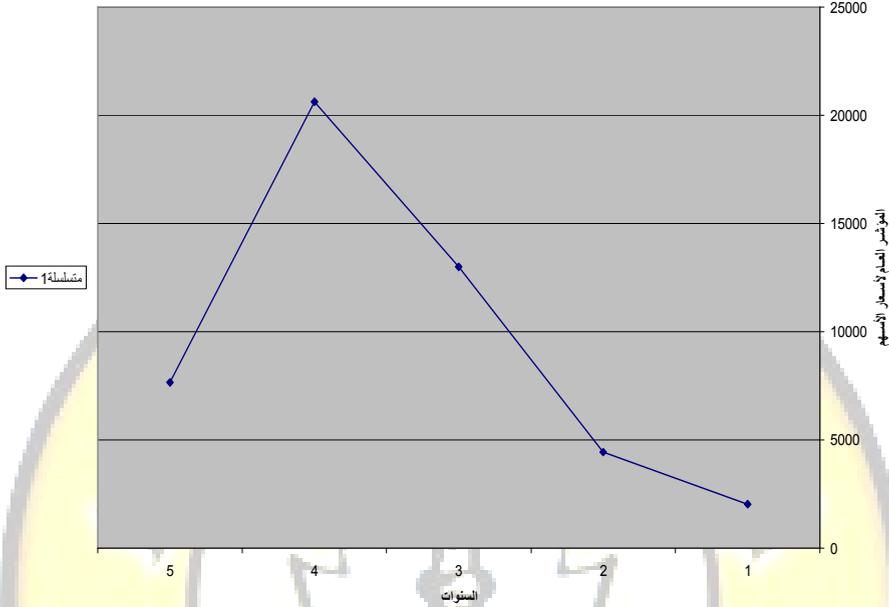
(*) أستاذ الاقتصاد المساعد - كلية التجارة بنين جامعة الأزهر

كما بلغت عدد الشركات السعودية والتي يتم تداول أسهمها في السوق حوالي ٨٦ شركة بعد انضمام أحدث الشركات في السوق وهي «ينساب، الدريس، صناعة الورق، سبكييم، مجموعة الأبحاث، أعمار، البحر الأحمر، العبد اللطيف، وتتنوع هذه الشركات من حيث النشاط ما بين الصناعة والزراعة والخدمات وشركات الأسمت والبنوك والكهرباء والاتصالات والتأمين، وقد شهد سوق المال السعودي نمواً متواصلاً حيث ارتفع المؤشر العام لأسعار الأسهم من ٢٠٢٨ر٥ نقطة في عام ١٩٩٩م إلى حوالي ٤٤٣٧ر٦ نقطة عام ٢٠٠٣م، ثم واصل المؤشر العام لأسعار الأسهم ارتفاعه ليصل إلى حوالي ١٣٠٠٠ نقطة في أول سبتمبر ٢٠٠٥م، ثم حدثت طفرة كبيرة في صعود المؤشر في الفترة من سبتمبر ٢٠٠٥م إلى يناير ٢٠٠٦م ارتفع فيها المؤشر إلى حوالي ٢٠٦٣٤ر٩ نقطة بنسبة صعود بلغت حوالي ٥٨٧٣٪، وعلى الرغم من عدم وجود مبررات حقيقية لهذا الصعود فقد زادت توقعات المتعاملين بالسوق بالمزيد من الارتفاعات المتتالية للمؤشر العام لأسعار الأسهم وقد خالف السوق توقعات المتعاملين وانخفض المؤشر وبشدة في الفترة من فبراير ٢٠٠٦م وحتى مارس ٢٠٠٦م بحوالي ٦٠٠٠ نقطة وبنسبة هبوط تعدت الـ ٣٠٪، ثم واصل المؤشر هبوطه الحاد حتى بلغ في ٣ ديسمبر ٢٠٠٦م حوالي ٧٦٦٥ نقطة^(٢)، ليصبح إجمالي ما فقده المؤشر من بداية الانخفاض حوالي ١٢٥٢٩ر٩ نقطة بنسبة هبوط بلغت حوالي ٦٠ر٧٪ لتبلغ خسائر المؤشر حوالي ٤٥٠ مليار دولار من القيمة السوقية، ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي.

أزمة سوق المال السعودي (البورصة) .. دراسة

د. عادل حميد يعقوب

المؤشر العام لأسعار الأسهم السعودية (انهيار السوق)



شكل (٢)

وقد تسببت هذه الخسائر في إفلاس عدد كبير من المتعاملين بالسوق وخاصة المضاربين وصغار المستثمرين، كما امتدت هذه الخسائر لتشمل إفلاس عدد كبير من الشركات المتخصصة في إدارة المحافظ المالية، وقد أحدثت هذه الخسائر هزة كبيرة بالمجتمع السعودي تعدت فيها الأبعاد المالية والاقتصادية إلى الأبعاد النفسية والاجتماعية المدمرة، كما امتدت أزمة سوق المال السعودي خارج المملكة لتؤثر بقوة في هبوط العديد من الأسواق المالية والعربية وخاصة في الإمارات والكويت وقطر والبحرين وعمان، وكذلك أسواق الأردن ومصر نظراً للتشابكات القائمة بين هذه الأسواق من خلال وجود مستثمرين سعوديين بهذه

الأسواق تأثروا بالأزمة فأثروا على هذه الأسواق من خلال الاندفاع إلى تسهيل محافظتهم خوفاً من حدوث المزيد من الهبوط^(٣).

ويهدف هذا البحث إلى دراسة وتحليل أزمة سوق المال السعودي من خلال تحليل الأطر الاقتصادية والمالية التي تحكم عمل السوق والمتعاملين فيه، وكذلك تحليل أهم أسباب هذه الأزمة من وجهة النظر الاقتصادية مع إبراز أهم السياسات التي يمكن أن تساهم في وضع حلول عملية تحول دون تفاقم هذه الأزمات في حالة حدوثها، وكذلك تجنب حدوث مثل هذه الأزمات مستقبلاً.

وسينصب اهتمام الباحث بالتركيز على الجوانب الاقتصادية لأزمة سوق المال السعودي، غير أنه لن يتم إغفال دراسة الجوانب الجوهرية والتي تشكل إطار هذه الدراسة وتمثل الفهم الدقيق لأسباب الأزمة وهي الجوانب المتعلقة بالنواحي الشرعية والاجتماعية والإدارية والتنظيمية والتقنية والفنية، وكذلك سيتم دراسة أزمة السوق في الفترة من فبراير ٢٠٠٦م وحتى نهاية العام ٢٠٠٦م. وسوف يستخدم الباحث الأسلوب التحليلي والتاريخي والمقارن كمنهج البحث.

وفي ضوء ما تقدم سوف يتم تقسيم البحث علي النحو التالي:

المبحث الأول: الجوانب النظرية لسوق المال مع التطبيق على سوق المال السعودي
المبحث الثاني: التحليل الاقتصادي لسوق المال السعودي والأطراف التي تحكم تعامله.

المبحث الثالث: أزمة سوق المال السعودي من وجهة النظر الاقتصادية (الأسباب - الآثار)

وسوف يختتم البحث بالنتائج التي توصل إليها الباحث

المبحث الأول

الجوانب النظرية لأسواق المال مع التطبيق على سوق المال السعودي

أولاً: الأهمية الاقتصادية لسوق المال :

يشبه بعض الاقتصاديين السوق المالية بأنها الأوعية التي يتم من خلالها انسياب التدفقات المالية في المجتمع، فهي بمثابة الشرايين التي تغذي عروق الاقتصاد الوطني بالأموال اللازمة لاستمرارية عمله بشكل سليم، وكلما كانت هذه الشرايين واسعة وسليمة كان الاقتصاد الوطني بعيداً عن الجلطات أو الأزمات الاقتصادية التي يمكن أن تلحق به وتعيقه عن التقدم^(٤)، بل أن السوق المالية المنتظمة والمنضبطة تزيد من ثقة الأفراد والمؤسسات في سلامة الوضع الاقتصادي مما يزيد من جذب المدخرات واستقطاب الاستثمارات الأجنبية وبالتالي زيادة معدلات الأداء والنمو الاقتصادي.

ومن أهم وظائف سوق الأوراق المالية (البورصة) على مستوى الاقتصاد الوطني ما يلي :

- ١ - توطن رؤوس الأموال الوطنية.
- ٢ - تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار في المشاريع ذات الجدوى الاقتصادية.
- ٣ - جذب رؤوس الأموال الأجنبية.
- ٤ - تمهد الطريق أمام السلطات النقدية للمزج بين السياستين المالية والنقدية.
- ٥ - يعد مؤشراً هاماً على حقيقة الوضع الاقتصادي واتجاهات الأسعار ومعدلات الادخار والاستثمار.

أما أهمية سوق الأوراق المالية بالنسبة للأفراد والشركات فهي :

- ١ - تسهيل عملية الاستثمار لجميع الفئات الدخلية .

- ٢ - سرعة تحويل الأوراق المالية إلى نقود سائلة عند الحاجة .
- ٣ - إتاحة الاستثمار للأفراد والمؤسسات في الآجال المختلفة (القصيرة - المتوسطة - الطويلة).
- ٤ - التعرف على المراكز المالية للشركات من خلال إدراج الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية .
- ٥ - تمويل الشركات .
- ٦ - استفادة الشركات من وفورات الحجم الكبير .

ثانياً: النظريات التي تحدد العوامل التي تؤثر على أسعار الأسهم مع التطبيق على السوق السعودي:

- هناك نظريات تفسر العوامل التي تؤثر على أسعار الأسهم وبالتالي تحديد حركة واتجاه الطلب والعرض في سوق الأسهم ومن أهم هذه العوامل ما يلي:
- ١ - العوامل أو الظروف الأساسية أو الاقتصادية .
 - ٢ - العوامل أو الظروف الفنية .

وتتمثل الأولى في مجموعة العوامل الخارجية التي تؤثر على اتجاه الأسعار في الأجل الطويل، أما الثانية فهي تتمثل في مجموعة العوامل الداخلية التي تؤثر على تحركات الأسعار في الأجل القصير .

ومن أهم النظريات التي حاولت تحديد العوامل الأساسية التي تؤثر على أسعار الأسهم في الأجل الطويل نظريتان هما: النظرية التقليدية، ونظرية الثقة والتي يمكن تناولهما وتطبيقهما على سوق الأوراق المالية السعودي على النحو التالي^(٥):

أ – النظرية التقليدية :

تؤكد النظرية التقليدية على أن السبب الأساسي للتغيرات التي تحدث في أسعار الأسهم هو التوقعات المتعلقة بالتغير في عوائد الشركة مصدرة الأسهم، ومن ثم فإن كل العوامل التي تؤثر في هذه العوائد تعتبر عوامل أساسية وتقسم هذه العوامل إلى عوامل اقتصادية وعوامل سياسية، أما أهم العوامل الاقتصادية فهي

١- معدلات أرباح الشركات:

فإذا توقع المتعاملون في السوق حدوث ارتفاع في أرباح الشركات في مختلف القطاعات الاقتصادية مصدرة الأسهم فإنهم يقبلون على شراء الأسهم والعكس صحيح، فزيادة الأرباح بوجه عام تزيد من الأرباح الموزعة على السهم مما يترتب عليه زيادة الطلب على السهم ومن ثم زيادة قيمته السوقية، أي أن الزيادة في الربح تؤدي إلى زيادة الربح الموزع وزيادة الربح الرأسمالي .

(في السوق السعودي ارتفاع كبير في أرباح معظم الشركات وخصوصاً الشركات الصناعية والبنوك والاتصالات والأسمنت والتأمين وبعض شركات الخدمات، وقد أثرت هذه الأرباح على ارتفاع القيمة السوقية لبعض الأسهم).

٢ – مستوى النشاط الاقتصادي في الدولة:

يتأرجح مستوى النشاط الاقتصادي في الدولة بين الرواج والكساد فإذا حدثت موجة رواج في الدولة فإن هذا يزيد من توقعات المستثمرين بقدرة الشركات المساهمة على تحقيق مزيد من الأرباح في المستقبل، مما يحفزهم على زيادة الطلب على الأسهم والتي يتوقع لها أن تحقق معدلات ربح عالية وبالتالي ترتفع أسعار هذه الأسهم والعكس في حالة الركود الاقتصادي .

(يمر المجتمع السعودي بحالة رواج اقتصادي نتيجة ارتفاع أسعار البترول والتي تحطت حاجز الـ ٧٠ دولارا للبرميل).

٣ - معدلات التغير في أسعار الفائدة المحلية والدولية:

يؤدي ارتفاع معدلات الفائدة التي تمنحها البنوك سواء في الداخل أو الخارج إلى تحفيز العديد من الأفراد إلى بيع أسهمهم أو جزء منها وتحويلها إلى ودائع في البنوك للاستفادة من أسعار الفائدة المرتفعة والعكس صحيح في حالة انخفاض أسعار الفائدة .

(لا تزال أسعار الفائدة بالبنوك السعودية منخفضة نسبياً على الرغم من رفعها أخيراً من ٢ر٥٪ إلى ٥٪ حسب نوع الوديعة ومدتها ، أما في الخارج فهي حوالي ٥٪ في أسواق الولايات المتحدة الأمريكية ، ٢ر٦٪ في دول اليورو)^(١) .

٤ - تقلبات أسعار الصرف :

إن حدوث تقلبات في أسعار العملات الأجنبية يمكن أن يؤثر على حركة نشاط الأسهم ، فمثلاً ارتفاع سعر الدولار مقابل العملات الأخرى يزيد من قيمة الأسهم والسندات المقومة بالدولار بدلالة العملات الأخرى والعكس صحيح . هذا وتؤكد المؤسسات الدولية النقدية وعلى رأسها صندوق النقد الدولي على أن سعر الصرف الحقيقي للعملة يؤدي إلى استقرار كبير في سوق المال^(٢) . جميع الأسهم بالمملكة مقومة بالريال كما أن سوق الصرف يشهد استقراراً كبيراً .

٥ - الفرصة البديلة في مختلف القطاعات الاستثمارية:

دائماً ما يقارن المستثمر بين العائد المتوقع في مختلف القطاعات الاستثمارية فإذا حدث ارتفاع في أسعار العقارات وساد اعتقاد باستمرار هذا الارتفاع لفترة طويلة وهذا يحفز عدد كبير من المستثمرين إلى بيع أسهمهم وشراء عقارات بغرض تحقيق أرباح رأسمالية مرتفعة ومن ثم تنخفض أسعار الأسهم وينكمش نشاط السوق والعكس صحيح .

(قبل حدوث الأزمة كان العائد من المتاجرة والاستثمار في الأسهم يتراوح بين ١٠٪ إلى ٣٠٪ شهرياً ، وهذا العائد الكبير كان أفضل من جميع الفرص البديلة في العقارات والتجارة وغيرها) .

٦ - التغيير في حجم الدين العام :

إذا قامت الحكومة بتخفيض دينها العام عن طريق شراء سندات حكومية من الجمهور فإن هذا من شأنه أن يزيد من مستوى السيولة في أيدي الجمهور وبالتالي يزيد من طلبهم على الأسهم، الأمر الذي يتسبب في ارتفاع أسعارها وزيادة الانتعاش في سوق الأسهم .

(اتجهت الحكومة السعودية نحو تقليص الدين العام في ضوء التحسن الذي بدا في السوق النفطية، فقد انخفض الدين العام من ٦١٤ بليون ريال عام ٢٠٠٤م إلى ٤٦٠ بليون ريال عام ٢٠٠٥م ومن المتوقع أن ينخفض خلال العام ٢٠٠٦م إلى ٣٦٦ بليون ريال) ^(٨) .

٧ - العائد من السندات :

عندما يكون العائد من السهم أعلى من العائد على السند بدرجة كبيرة فإن هذا يحفز الأفراد على شراء المزيد من الأسهم .

(العائد من السندات يقترب من سعر الفائدة في البنوك ولذلك ظلت الأسهم هي الأفضل على الإطلاق من حيث العوائد) .

٨ - التضخم العالمي :

إذا كانت معدلات التضخم الخارجية أعلى من معدل التضخم المحلي فإن هذا يؤدي إلى تحول جانب كبير من الأموال المستثمرة في الخارج إلى الداخل، ومن ثم ينتعش سوق الأسهم المحلي والعكس صحيح .

(يعد التضخم في المملكة منخفضاً إذا ما قورن بالدول المجاورة أو حتى عالمياً فهو يبلغ أقل من ١٪) ^(٩) .

٩ - درجة توافر السيولة :

لا شك أن السيولة المتوفرة لدى الأفراد والمؤسسات من العوامل الهامة التي تؤثر على حركة نشاط سوق الأسهم ، فقد لوحظ أن توافر السيولة بدرجة كبيرة لدى الأفراد يؤدي إلى اندفاعهم إلى شراء الأسهم بكميات كبيرة حتى أسهم الشركات الخاسرة والتي تحقق ربحية منخفضة مما يترتب عليه ارتفاع أسعار هذه الأسهم .

(زيادة أسعار البترول وزيادة القروض ساهمت في زيادة السيولة في المجتمع السعودي).

هذه هي أهم العوامل الاقتصادية أما أهم العوامل السياسية طبقاً لهذه النظرية فهي :

١ - الحروب :

فمن شأن الحروب أن تخلق نوعاً من عدم الاستقرار وتزيد مخاوف الأفراد من الانهيار الاقتصادي لمختلف القطاعات الاقتصادية مما يدفعهم للتخلص مما في حوزتهم من الأسهم ، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض أسعارها وتحقيق خسائر كبيرة وبتطبيق ذلك عملياً قبل احتلال العراق قدرت إحدى الدراسات أن احتمالات وقوع الحرب بنسبة ١٠٪ قد خفضت قيمة الأسهم الأردنية بنسبة مقدارها ٣٪ ، وأن هذا الأثر متمركز في قطاع الخدمات حيث بلغت نسبة الانخفاض فيه ما يقارب من ١٠٪ لنفس الزيادة في احتمالات الحرب^(١٠) .

(تعد الأوضاع في المملكة العربية السعودية مستقرة على الرغم من حالات عدم الاستقرار في الدول المجاورة مثل العراق نتيجة للاحتلال الأمريكي ، وفلسطين المحتلة نتيجة للممارسات القمعية للاحتلال الإسرائيلي).

٢ - السياسات الحكومية :

تؤثر السياسات الحكومية المتعلقة بالضرائب أو الدعم أو منح الائتمان أو أسعار الفائدة على تحركات أسعار الأسهم وفقاً لما تمارسه من تأثيرات على ربحية الشركات المساهمة .

فقد أدت السياسة المالية الخاصة بخفض الضرائب في بعض الدول إلى زيادة معدلات الاستثمار في أسواقها المالية، كما أنها أدت إلى خلق حوافز في زيادة الابتكار في كثير من الشركات المكونة لسوق المال^(١١).

(اشتملت جهود التنمية في المملكة على دعم الحكومة للنشاط الاقتصادي الخاص وذلك بتقديم إعانات الدعم فقد بلغت الإعانات الممنوحة للمزارعين لإنتاج القمح والشعير محلياً ٢٥٦ بليون ريال عام ٢٠٠٤م ، كما شمل الدعم مرفق الكهرباء والنقل الجماعي وخلافه وقد أثرت هذه السياسة بالإيجاب على الشركات المساهمة والأفراد وخلق مزيد من الحوافز)^(١٢).

ب - نظرية الثقة :

يعتبر العديد من الاقتصاديين أن هذه النظرية من أهم النظريات التي تفسر تغير أسعار الأسهم حيث أنها تعتبر من نظريات التحليل الأساسي لسوق الأسهم، وهي تنص على أن العنصر الأساسي الذي يؤدي إلى التغييرات في أسعار الأسهم هو التغير في ثقة المستثمرين أو المتعاملين بالسوق إما بالزيادة أو النقصان بشأن أسعار الأسهم والعوائد والأرباح الموزعة، ومن ثم فإن العوامل النفسية الخاصة بالمتعاملين بالسوق أهم من العوامل الاقتصادية .

٢- العوامل الفنية أو ما يسمى بالتحليل الفني (Technical Analysis)

فهو يختلف عن التحليل الأساسي ، فالتحليل الفني يهتم بتفسير التحركات قصيرة الأجل في أسعار الأسهم ، ولذا فهو يهتم بالأرباح الرأسمالية أكبر من اهتمامه بالأرباح الدورية، وتنشأ الظروف الفنية من أعمال المضاربين والمحترفين الفنيين داخل السوق نفسه، فإذا أراد المضاربون البيع بأسعار مرتفعة يقومون أولاً بشراء كميات كبيرة من الأسهم فترتفع الأسعار ويتدفق المستثمرون للشراء رغبة منهم في تحقيق أرباح رأسمالية فترتفع الأسعار مرة أخرى وعندئذ يقوم المضاربون بالبيع .

ويعتقد المحلل الفني أن هناك اتجاهات في البيانات الإحصائية يمكن التنبؤ من خلالها بأسعار الأسهم باستخدام بعض التحليلات الإحصائية^(١٣) .

وتوجه انتقادات لأراء المحلل الفني على أنه ضرب من الخيال وأنه ينظر إليه على أنه مضيعة للوقت والجهد ، أضف إلى ذلك إلى أنه لو كان التحليل الفني على درجة عالية من الدقة لحقق كثير من المحللين الفنيين الثراء الفاحش من خلال معرفة ما سيؤول إليه سوق الأسهم^(١٤) .

ويرى بعض الخبراء أن افتقار التحليل الفني الذي يعتمد عليه غالبية المحللين للرؤى المستقبلية بجانب التركيز فقط على نتائج الحدث الفعلي وإغفال هذا التحليل عددا من العوامل الاقتصادية المهمة كالنواتج المحلي الإجمالي أو الدين العام أو معدل البطالة أو التضخم يفقده معناه^(١٥) .



المبحث الثاني

التحليل الاقتصادي لسوق المال السعودي والأطراف التي تحكم تعامله

أولاً : التحليل الاقتصادي للسوق :

إن دراسة ما يدور داخل سوق المال السعودي وكذلك الأطراف التي تحكم تعامله من وجهة النظر الاقتصادية وبرؤية تحليلية تمثل أهمية كبيرة قبل الدخول في دراسة أسباب الأزمة التي يمر بها هذا السوق وتأثيرها على الاقتصاد السعودي بوجه عام ، نظراً لما يترتب على هذه الدراسة من الإلمام الكبير بنقاط القوة والضعف في هذا السوق ، وكذلك دراسة السلوك الاقتصادي للمتعاملين في السوق من أفراد وشركات وهيئات وتأثير هذا السلوك على انتعاش أو كساد السوق أو حدوث بعض الأزمات العنيفة كالتالي يمر بها هذا السوق .

والتي سنتناولها على النحو التالي :

١ - ارتفاع المؤشر العام لأسعار الأسهم لسوق المال السعودي من ٢٠٢٨ نقطة في عام ١٩٩٩م إلى حوالي ١٣٠٠٠ نقطة في سبتمبر ٢٠٠٥م وكان من أهم أسباب هذا الارتفاع :

- ارتفاع أرباح كثير من الشركات بالسوق .

- زيادة ثقة المتعاملين بالسوق المحلية .

- تراجع معدلات العائد على الودائع في البنوك .

- زيادة الوعي الاستثماري في الأوراق المالية وزيادة عدد المتعاملين بالسوق .

- عودة جزء من رؤوس الأموال الوطنية المستقرة في الخارج خاصة بعد أحداث ١١

سبتمبر والمضايقات التي تعرض لها المستثمرون السعوديون خاصة في

الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا .

٢ - تصدرت سوق الأسهم السعودية في عام ٢٠٠٣ م أسواق الأسهم العربية المدرجة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي من حيث قيمة وعدد الأسهم المتداولة والقيمة السوقية للأسهم المصدرة ، حيث بلغت القيمة السوقية للأسهم المصدرة في المملكة نحو ٥٨٩ر٩ بليون ريال (١٥٧٣ بليون دولار) مقارنة بمتوسط بلغ نحو ١٢٠ر٨ بليون ريال (٢٢ بليون دولار) للدول العربية المشاركة في قاعدة البيانات، وشكلت القيمة السوقية للأسهم السعودية نحو ٤٣ر٥٪ من إجمالي القيمة السوقية لأسهم الدول العربية^(١٦).

٣ - نتيجة لارتفاع المؤشر العام للأسعار بطريقة غير مبررة حوالي ٢٠٦٣٥ نقطة في يناير ٢٠٠٦ م فقد ارتفعت القيمة السوقية لبعض أسهم الشركات الخاسرة مقارنة بالشركات التي حققت نتائج إيجابية .

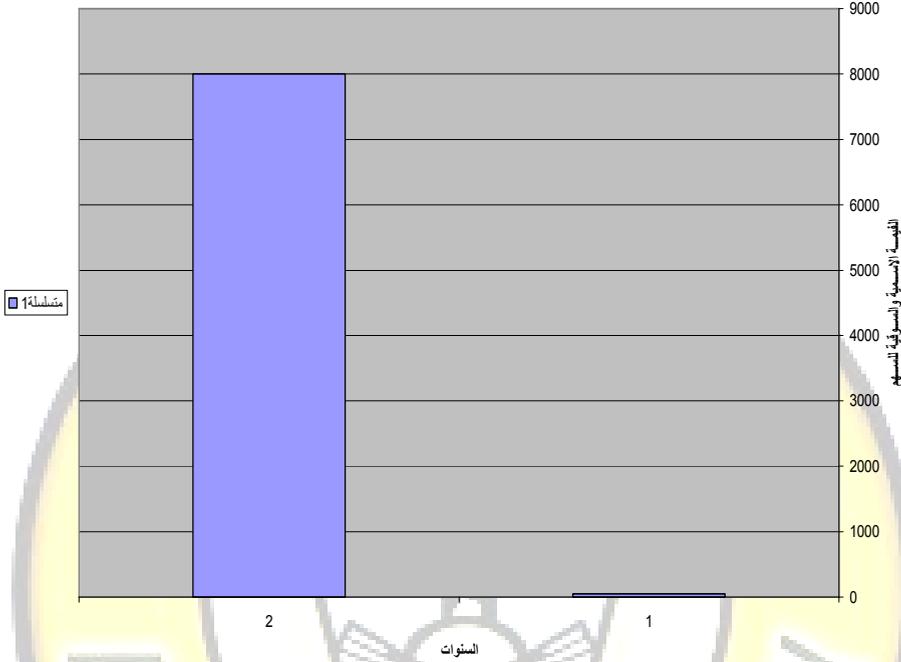
٤ - زيادة نسبة السيولة في السوق السعودي أدت إلي ارتفاع حجم وقيمة التداولات اليومية في سوق الأسهم السعودي بمتوسط حوالي ٣٠ مليار ريال يومياً ، غلب على كثير من هذه التداولات طابع المضاربات السريعة وخاصة بالنسبة لأسهم الشركات الزراعية وبعض شركات الخدمات ، وقد انخفضت هذه القيمة عند الانخفاض الحاد للسوق لتصل إلي حوالي ٧ مليار ريال يومياً^(١٧).

٥ - بلوغ قيمة أسهم بعض الشركات إلى أرقام فلكية فعلى سبيل المثال بلغ قيمة سهم شركة المصافي حوالي ٨٠٠٠ ريال وهو ما يمثل ١٦٠ ضعف القيمة الاسمية للسهم^(١٨) ، والشكل التالي يوضح ذلك .

أزمة سوق المال السعودي (البورصة) .. دراسة

د. عادل حميد يعقوب

القيمة الاسمية والسوقية لسهم شركة المصافي



شكل (٣)

حيث يشير العمود رقم (١) إلى القيمة الاسمية ، والعمود رقم (٢) إلى القيمة السوقية

٦ - ظاهرة الإشاعات في سوق المال السعودي والتي تحرك قيمة أسهم الشركات صعوداً أو هبوطاً وبالتالي التأثير في مؤشر السوق حيث يوجد الكثير من المواقع والمنتديات على شبكة الإنترنت التي تعطي نصائح يومية للمتعاملين بالشراء والبيع ، ويغلب على من يعمل بهذه المواقع أنهم من غير المتخصصين وبعضهم من المضاربين والمتعاملين بالسوق والذين يسربون نصائح ومعلومات غير صحيحة تتفق ومصالحهم .

٧- ارتفاع القيمة السوقية لأسهم بعض الشركات ، فبمجرد دخول هذه الشركات سوق المال بلغت القيمة السوقية لأسهمها أكثر من عشرة أضعاف القيمة الاسمية قبل أن تزاول هذه الشركات نشاطها . فعلي سبيل المثال بلغ قيمة سهم بنك البلاد أكثر من ٦٠٠ ريال مع العلم بان القيمة الاسمية لهذا السهم هي ٥٠ ريال .

٨ - ملكية الدولة لكثير من أسهم الشركات الكبيرة مثل سابك والكهرباء والاتصالات وبعض البنوك وكذلك شركات الأسمنت يؤثر على المعروض من الأسهم .

٩ - قلة عدد الشركات المدرجة بسوق المال السعودي نسبياً (عدد الشركات السعودية ٨٦ شركة) ، إذا ما قيست بحجم السيولة المتاحة في السوق ، مما يؤدي في بعض الأحيان إلى ارتفاع بعض أسهم الشركات بطريقة مبالغ فيها ، ومن المعروف من أهم المعايير التي تؤخذ في الاعتبار عند الحكم على مدى استقرار أداء سوق ما أو مدى نضجه وعمقه هو عدد الشركات المدرجة وقدرة كل شركة على التأثير في المؤشر^(١٩) . ولذلك فإنه على الرغم من النمو الهائل في الأسواق المالية في الصين فإنها ما زالت تفتقد إلى العمق^(٢٠) .

١٠ - ارتفاع أسهم كثير من الشركات بالسوق لمجرد وجود بعض المحفزات مثل إعلان القوائم المالية أو زيادة رأس المال أو الإعلان عن دخول الشركة في مناقصة للحصول على ترخيص نشاط آخر أو مزاوله نفس النشاط في منطقة أخرى (بنسب مبالغ فيها) فمثلاً بلغت الزيادة في ارتفاع الأسعار في الأسهم أكبر من الزيادة في زيادة رأس المال في بعض الشركات .

١١ - وجود الكثير من شركات إدارة المحافظ المالية النظامية وغير النظامية والتي تدير أموالاً كبيرة قدرت بعشرات المليارات لصالح المواطنين يتركز نشاط الكثير منها في المضاربات العشوائية .

١٢ - قيام البنوك السعودية بإدارة الكثير من المحافظ المالية في الأسهم السعودية لحسابها وحساب الغير .

١٢ - بلغت عدد المحافظ المالية في السوق أكثر من ٣ مليون محفظة نتيجة دخول عدد كبير من المواطنين لسوق المال وقيام الكثير منهم ببيع ممتلكاتهم (منزلهم وسياراتهم) واستثمارها في سوق الأسهم .

١٤ - السوق المالية السعودية سوق محلية إقليمية ولم تخرج إلي النطاق العالمي، وقد أظهرت الدراسات حاجة الأسواق المالية الخليجية ومنها السوق السعودي إلى الانفتاح عالمياً، حيث أنه كلما كبرت الأسواق كبرت أحجامها المالية وبالتالي وجدت اهتماماً من المحافظ العالمية^(٢١)، وقد أدت عولمة أسواق المال اليابانية إلى استقطاب أعداد كبيرة من المستثمرين الأجانب وزيادة نمو السوق^(٢٢) .

١٥ - يقسم علماء المملكة شركات المساهمة بالسوق السعودية من الناحية الشرعية إلى ثلاث فئات^(٢٣) :

أ - الشركات المحرمة وعددها (٢٣) شركة أظهرت قوائمها لآخر فترة قروضا أو استثمارات محرمة تعد كبيرة بالنظر إلي موجودات الشركة ونشاطها فيحرم الشراء والبيع في هذه الشركات مطلقاً سواء كان الشخص مضارباً أو مستثمراً وهذه الشركات هي (بنك سامبا - البنك العربي الوطني - البنك السعودي الهولندي - السعودي البريطاني - بنك الجزيرة - بنك الاستثمار - البنك السعودي الفرنسي - بنك الرياض - التعاونية للتأمين - تهامة للإعلان - التصنيع - المتطورة - جازان الزراعية - لاميانيت - النقل البحري - الكابلات - الإحساء للتنمية - الصادرات - الغاز - المجموعة السعودية - أسمنت القصيم - أسمنت الجنوبية - السيارات .

ب - الشركات النقية وعددها (٢٠) شركة وهي شركات لم يظهر في قوائمها المالية لآخر فترة أي نشاط محرّم ، فيجوز شراء أسهمها سواء كان الشخص مضارباً أو مستثمراً ، وهذه الشركات هي (بنك البلاد - الراجحي المصرفية - الصحراء للبترول وكيمائيات - مكة للتعمير - طيبة - النقل الجماعي - اتحاد الاتصالات - اللجين - الجبس - فيبكو - الرياض للتعمير - القصيم الزراعية - نادك - تبوك

الزراعية - الجوف الزراعية - حائل الزراعية - مبرد - أسمنت ينعب - أسمنت العربية - الغذائية (وفرة) .

ج - الشركات المختلطة وعددها (٣٢) شركة أنشطتها في أغراض مباحة لكن قوائمها المالية لآخر فترة لا تخلو من بعض المعاملات غير النقية اليسيرة التي لا تعد من نشاط الشركة وإنما هي طارئة عليها ، ولا تزيد نسبة الإيرادات المتحققة لها على ٥٪ من أرباح الشركة ، وبحسب الفتوى فمن الورع تجنب هذه الشركات إذ أنها من المشتبهات ، وتوضح الفتوى فيها أن لا حرج في شراء أو بيع أسهمها سواء كان للمضارب أو للمستثمر بشرط أن يكون غير راضي بما فيها من الحرام ولو كان قليلاً ، ويجب على المساهم أن يتخلص من هذه النسبة المحرمة بإخراج ٥٪ من الأرباح السنوية الموزعة و صرفها في المشاريع الخيرية كجمعيات البر وغيرها بنية التخلص منها ، أما الأرباح الناتجة عن بيع الأسهم فلا يجب إخراج شيء منها ، وهذه الشركات هي (سابك - سافكو - المصافي - الخبز - صافولا - الدوائية - صدق - زجاج - سيسكو - أنابيب - نماء - كيميائية - الزامل - أسمنت اليمامة - أسمنت السعودية - أسمنت الشرقية - أسمنت تبوك - الفنادق - العقارية - المواشي - عسير - الباحة - ثمار - شمس - فتيحي - جرير - الكهرباء - الاتصالات - الأسماك - الشرقية الزراعية - بيشة) .

هذا وتتواصل الفتوى عند دخول أية شركة جديدة إلى السوق وتصنيفها من حيث النقاء والاختلاط والمحرمة . وقد أدت هذه الفتاوى الشرعية من وجهة نظر الباحث إلى إحداث تأثيرات كبيرة في السوق حيث أن نسبة ما يستندون إلى الفتوى من المستثمرين والمتعاملين في السوق تصل إلى حوالي ٦٠٪ طبقاً لإحدى التقديرات^(٢٤) ، وتسهم هذه التأثيرات في زيادة الطلب لشريحة كبيرة من المستثمرين على الأسهم النقية ، كما قامت بعض البنوك السعودية بفتح صناديق استثمارية خاصة بالاستثمار في الأسهم النقية (مثل صندوق أصايل المدار في بنك البلاد ، والنقاء المبارك في البنك العربي ، الرائد في بنك سامبا ، وصندوق الطيبات

للأسهم السعودية ببنك الجزيرة ، وصندوق الراجحي للأسهم) ، وتخضع جميع هذه الصناديق للرقابة الشرعية .

ويرى بعض علماء الاقتصاد الإسلامي أن الآلية التي تدار بها سوق المال السعودي تعاني من إشكالات شرعية تدور حول الربا الذي تتمول به بعض الشركات المساهمة المسجلة في السوق، وكذلك الغرر الفاحش الذي يكتنف السوق مع ما فيها من احتكار للمعلومات ، أي أن هناك إشكالات في آلية السوق ولهذا كثيراً ما يتردد السؤال عن سر صعود وهبوط أسعار الأوراق المالية (الأسهم) من لحظة لأخرى رغم عدم تغير الظروف الاقتصادية أو المراكز المالية الحقيقية للشركات التي يجري التعامل مع أسهمها ، بل ويزداد السؤال إلحاحاً عند البعض عن الأرباح المتعاظمة في السوق الناتجة عن تفاعل قوي العرض والطلب كيف نتجت ومن الربح ومن الخاسر بين لحظة وأخرى، فهناك انفصام في العلاقة بين الأصول المادية المملوكة للمشروع والتي تمثل أصل الثروة وبين الأصول المالية التي تباع وتشترى في السوق وتمثل حقوقاً على هذه الثروة^(٢٥).

هذا وتتضارب الفتاوى الخاصة بشرعية التعامل في بعض الأسهم في السوق، وقد أرجع البعض هذا التضارب إلى عدم إلمام كثير من الذين يتناولون الإفتاء في الأمور الاقتصادية والمالية الضرورية للقيام بذلك^(٢٦).

ثانياً: أهم الأطراف التي تحكم عمل سوق المال السعودي :

إن الفهم الدقيق لما يجري في سوق المال السعودي يتطلب استعراضاً وتحليلاً لأهم الأطراف المشاركة في منظومة السوق ، والتي يكون لها دور كبير في التأثير على أداءه الاقتصادي والمالي ، ومن أهم هذه الأطراف :

١ - هيئة سوق المال السعودي :

وهي الجهة المسؤولة عن مراقبة ومتابعة السوق المالي بالمملكة ، ومنع التلاعب به ، وفرض الجزاءات وإصدار اللوائح من أجل حماية المتعاملين بالسوق بما

فيهم صغار المستثمرين والذين ينقصهم الوعي والإلمام الكافي بثقافة التعامل في الأسواق المالية ، ويحق للهيئة طبقاً للنظام إيقاف أي متعامل يحاول التأثير في السوق بطرق غير مشروعة وإحالاته للتحقيق ، كما يحق للهيئة رفع أو خفض نسبة التذبذب في السوق ، ونظراً للأهمية الكبيرة لهذه الهيئة وما تلعبه من دور كبير في تحقيق التنمية والاستقرار الاقتصادي فإن رئيس الهيئة يتبع مباشرة الديوان الملكي ، وقد تعرضت الهيئة منذ بداية الأزمة لانتقادات شديدة من جميع الجهات أدت إلى استقالة رئيس الهيئة وتعيين رئيس جديد لها .

وتؤكد كثير من الدراسات^(٣٧) ، أن هيئات سوق المال بدول الخليج عموماً تعاني من :

- ضعف الأطر التشريعية والتنظيمية المتمثل أساساً في غياب الاستقلال الإداري .
- قلة الإصلاحات المخولة لهذه الأسواق .
- اقتقرارها إلى أدوات الرقابة التي تساعد على إدارة الأسواق المالية .
- غياب المؤسسات المساندة مثل الشركات صانعة الأسواق ومؤسسات الحفظ والإيداع المركزي وشركات التسوية والمقاصة وشركات الترويج و ضمان الاكتتاب .

٢ - مؤسسة النقد العربي السعودي (ساما) :

تعتبر مؤسسة النقد العربي السعودي والتي تدير السياسة النقدية في المملكة من أهم الجهات التي لها تأثير كبير على سوق المال السعودي ، حيث أنها تستطيع من خلال المهام التي تقوم بها إحداث تأثيرات كبيرة على أداء الاقتصاد على (المستوى الكلي) ، ومن أهم السياسات التي تستطيع مؤسسة النقد التأثير بها على استقرار سوق المال السعودي هي :

- تحديد معدل سعر الفائدة السائد في السوق وغالباً ما يتغير طبقاً للتغيرات العالمية في سعر الفائدة على الدولار واليورو .

- الرقابة النوعية على مجالات الائتمان ، وتشمل تشجيع أو تقييد نشاط اقتصادي معين والتي من بينها الائتمان الممنوح لشراء الأسهم والمتاجرة بها .
- الترخيص بإنشاء الصناديق الاستثمارية وخاصة المتعلقة بالاستثمار والمتاجرة في الأسهم المحلية .
- الترخيص للبنوك المحلية بالقيام بدور الوسيط في عمليات شراء وبيع الأسهم للعملاء نظير عمولة معينة .

ونظراً لأهمية الدور الذي تلعبه البنوك المركزية في مواجهة الأزمات التي تصيب أسواق المال فإنه يجب أن نشير إلى ما قام به البنك المركزي الياباني في مواجهة أزمة سوق المال في نهاية التسعينات عن طريق مراقبته الدقيقة للائتمان والسياسة النقدية، وكذلك الإصلاحات الهيكلية التي أدخلها على نظام البنوك والتي حققت نتائج جيدة^(٢٨).

٣ - البنوك المحلية :

تقوم جميع البنوك التجارية بالمملكة بدور الوسيط بين البائع والمشتري وذلك بتنفيذ أوامر البيع والشراء ، وكذلك إدارة المحافظ المالية الخاصة بالعملاء نظير عمولة تتقاضاها وهي ٢٥ ريال لكل ١٠٠.٠٠٠ ريال^(٢٩) ، كما تقدم هذه البنوك القروض الخاصة بالمتاجرة في الأسهم «حسب شروط مؤسسة النقد العربي السعودي» ، وتتسم هذه الشروط بدرجة كبيرة من الإجحاف بحق العميل ، ففي حالة هبوط أسعار الأسهم المكونة لمحفظته العميل الذي يحصل على القرض يقوم البنك ببيع الأسهم وتسجيل المحفظة فوراً دون الرجوع إلى العميل ، وقد أدت هذه العمليات إلى إفلاس عدد كبير من العملاء نظراً للانخفاض المستمر والحاد للسوق منذ ٢٥ فبراير ٢٠٠٦م كما انعكست هذه العمليات سلباً على السوق بزيادة المعروض من بعض الأسهم عند أسعار متدنية .

٤ - شركات إدارة المحافظ المالية الخاصة:

وقد نشأت هذه الشركات في ضوء الطفرة التي شهدتها السوق حتى فبراير

٢٠٠٦م، ومعظم هذه الشركات طبقاً للكثير من الدراسات هي شركات غير نظامية وقد استطاعت الحصول على مبالغ مالية كبيرة من المواطنين قدرت بمليارات الريالات لاستثمارها في مجال الأسهم .

ويتصف معظم العاملين بهذه الشركات بأنهم من غير المؤهلين والمتخصصين للقيام بمثل هذه الأعمال، وقد قامت الدولة بتوقيف عدد كبير من أصحاب هذه الشركات بعد امتناعهم من رد أموال المواطنين، وقد تراوحت نسبة الأرباح التي توزعها هذه الشركات شهرياً ما بين ١٠٪ إلى ٣٠٪ .

٥ - المستثمرون :

وهم الذين يشترون أسهم الشركات التي يعتقدون في نجاحها ومن ثم يخططون للاحتفاظ بهذه الأسهم لفترة طويلة (عادة ما تكون عاماً أو أكثر)، وعادة ما يتجاهل المستثمرون التقلبات اليومية لأسعار السوق، وإذا سارت الأمور على ما يرام فسوف يجدون أن قيمة استثماراتهم قد زادت بمرور الوقت . ويصنف معظم المستثمرين في السوق السعودي بأنهم من الجنسية السعودية والباقي من دول مجلس التعاون الخليجي، وهذه ميزة كبيرة حيث أشارت كثير من الدراسات^(٢٠)، إلى أن ارتفاع معدل الاستثمارات الأجنبية في دول جنوب شرق آسيا كان من أهم أسباب أزمة أسواق المال عام ١٩٩٧م بهذه الدول ، حيث ركزت معظم الاستثمارات على الاستثمارات في المجالات غير المنتجة وغير الأخلاقية وهي تجارة العملات والمضاربة .

٦ - المضاربون :

يمثل المضاربون بالسوق السعودي نسبة كبيرة من عدد المتعاملين (حوالي الثلث)، وهم يعتمدون على توقعات الأسعار بالنسبة لقرارات البيع والشراء والحصول على فروق الأسعار كربح ، وغالباً ما يلجأ المضاربون إلي الشركات الصغيرة نسبياً وكذلك الشركات الخاسرة نظراً لسرعة تقلبات الأسعار بهذه الشركات، وغالباً ما يشار إلى المضاربين بالسوق السعودي بأنهم من أهم الأسباب

الرئيسية المسببة لأزمة سوق المال ، وهذا ما دعا الخبراء إلى ضرورة توقف البنوك عن دعم عمليات المضاربة على أسهم ليست لها قيمة^(٣١) .

٧ - مجالس إدارة الشركات المساهمة :

اتسمت البيانات والمعلومات والحسابات الختامية لبعض الشركات المساهمة في السوق السعودي بعدم الشفافية، حيث أظهرت بعض هذه الشركات في نتائجها الأرباح غير التشغيلية والأرباح غير العادية والناجمة عن استثمارات هذه الشركات في بيع وشراء الأسهم على أنها أرباح تشغيلية، كما احتسبت بعض الشركات الأموال الناتجة عن بيع أرض أو بعض الأصول ضمن أرباح الشركة مما أعطى الكثير من المتعاملين بأسهم هذه الشركات انطباعاً إيجابياً عكس الحقيقة، ومن المعروف اقتصادياً أن الشفافية تلعب دوراً كبيراً في تنمية الأسواق المالية، وعلى الرغم من أن السوق المالية في الصين تعتبر من أكبر الأسواق المالية في آسيا فإن نقص الشفافية التي تعاني منها الكثير من شركات السوق تحد من تطورها^(٣٢).

٨ - نظام التداول بالسوق :

تم تأسيس هذا النظام من قبل مؤسسة النقد العربي السعودي والبنوك في عام ٢٠٠١م وكان عدد المتداولين لا يتجاوز ٢٠٠ ألف متداول، أما في عام ٢٠٠٦م فقد أظهرت الدراسات أن عدد المحافظ قد تجاوز ثلاثة ملايين محفظة^(٣٣)، مما أدى إلى ضغوط فنية على هذا النظام وقد أدى في كثير من الأوقات إلى تعطله مما دعا الكثير من المتعاملين بالسوق إلى المطالبة بإحداث ثورة تقنية في هذا النظام تتماشى مع التطور في الزيادة المطردة لعدد المتعاملين بالسوق.

٩ - صناعات السوق :

وهم الصناديق والمؤسسات وتعد ضرورية لتفادي التقلبات الحادة التي يتعرض لها سوق المال، ولكن المشكلة في السوق السعودي أنه لا يوجد حتى الآن صناعات حقيقية.

ويعتقد الباحث أن اختلاف الرؤى والأهداف والمصالح لهذه الأطراف يؤثر على ما يجري في السوق في اتجاهات مختلفة، ويؤدي في أحيان كثيرة إلى حدوث خسائر لطرف دون آخر، مما يؤدي إلى ردود أفعال سلبية واتهام الطرف الآخر بالمؤامرة، وهذا بدوره يؤدي إلى حالة من عدم الاستقرار والأزمات بالسوق وخسارة اقتصادية لجميع الأطراف بل والمجتمع كله .



المبحث الثالث

أزمة سوق المال السعودي من وجهة النظر الاقتصادية

« الأسباب - الآثار »

قبل استعراض أهم الأسباب التي أدت إلى حدوث الأزمة في سوق المال السعودي يجب أن نؤكد أن أداء أي سوق مالي في العالم يتأثر بالأوضاع الاقتصادية والسياسية العالمية السائدة إيجاباً وسلباً، كما أنه يتأثر داخلياً بعاملين هما في غاية الأهمية وهما : المؤشرات الاقتصادية الكلية للدولة والوضع السياسي القائم داخلياً، والأداء الاقتصادي والمالي لشركات سوق المال . وهو ما سنتناوله على النحو التالي

أولاً: الأوضاع الاقتصادية والسياسية السائدة عالمياً:

جميع دول العالم تتأثر بالأوضاع الاقتصادية والسياسية السائدة عالمياً ومنها المملكة العربية السعودية سواء على مستوى الاقتصاد بوجه عام أو على سوق المال بوجه خاص ، ومن الصعب حساب مثل هذه التأثيرات بشكل دقيق ، غير أن تأثيرها غير المباشر يكون أكثر وضوحاً في مؤشرات الدولة الاقتصادية وكذلك في الأداء الاقتصادي للشركات، ومن أهم المؤشرات العالمية التي يكون لها تأثير داخلي هي :

- أداء أسواق المال العالمية .
- معدلات الفائدة العالمية السائدة .
- أسعار الصرف الدولية .
- معدلات النمو الاقتصادي .
- السياسات المتعلقة بالتجارة الخارجية والعمالة .
- معدلات التضخم .
- الحروب والصراعات السياسية .

ثانياً: المؤشرات الكلية للاقتصاد السعودي والوضع السياسي القائم:

تشير بعض الدراسات الدولية إلى صعوبة تفسير الأداء الإيجابي أو السلبي لأسواق الأوراق المالية (المحلية) في معظم البلدان النامية، بالرجوع فقط إلي الأساسيات الاقتصادية الكلية والمؤسسية مثل : الاستقرار النقدي، والتنمية الاقتصادية الشاملة ، والحجم الاقتصادي ، وسيادة القانون أو الإصلاحات ذات الصلة بسوق رأس المال ^(٢٤).

فمثلاً كان لإجراء الإصلاحات ذات الصلة بسوق رأس المال في بعض البلدان تأثير إيجابي على تدويل سوق الأوراق المالية أكبر من تأثيرها على نشاط سوق الأوراق المالية المحلية ^(٢٥).

ومع ذلك تعتبر المؤشرات الكلية لاقتصاد الدولة المرآة التي تعكس القوة أو الضعف في أداء أي سوق مالي في العالم ، كما أنها تقيس مدى قدرة الدولة على الإدارة الاقتصادية بكفاءة ، وكذلك نجاح أو فشل السياسات الاقتصادية والمالية والنقدية .

وباستعراض أهم المؤشرات الاقتصادية لاقتصاد المملكة يلاحظ ما يلي ^(٢٦):

- سجل الاقتصاد خلال العام ٢٠٠٥م أداءً جيداً إذ حقق ارتفاعاً بمعدل ٢٣٫٧٪ بالأسعار الجارية مدفوعاً بارتفاع أسعار النفط وحجم الإنتاج ، وبناءً على ذلك ومع توقع أن تشهد أسعار النفط المزيد من الارتفاع ليبلغ سعر خام برنت ٦٨ دولار للبرميل لعام ٢٠٠٦م .

ومما لا شك فيه أن ارتفاع أسعار البترول له تأثير إيجابي قوي على أداء سوق الأسهم في البلدان المنتجة له ، فقد أكدت إحدى الدراسات أن ارتفاع أسعار البترول كان له تأثير كبير على سوق المال الروسي وذلك بزيادة عائدات السوق بنسب مرتفعة ^(٢٧).

- ينظر إلى الاقتصاد السعودي أنه يحافظ على زخم نموه المرتفع محققاً نتائج استثنائية هذا العام ، ويتوقع للنتائج المحلي للمملكة أن ينمو بمعدل ١٥٫٧٪

أزمة سوق المال السعودي (البورصة) .. دراسة

د. عادل حميد يعقوب

مقارنة بالأسعار الجارية ليرتفع إلى ١٣٤٣ مليار ريال أي ما يعادل نمواً بمعدل ٦٪ بالأسعار الحقيقية^(٣٨).

أما معدل التضخم فقد بلغ في عام ٢٠٠٤ م حوالي - ١.١٪، في حين بلغ هذا المعدل في منطقة الشرق الأوسط حوالي ٨.٣٪، وفي وسط أوروبا ٧.٧٪، وفي الولايات المتحدة الأمريكية ٢.٧٪^(٣٩).

وبالنسبة لمتوسط دخل الفرد في المملكة فقد بلغ في عام ٢٠٠٤ م حوالي ١١١٢٢ دولاراً، ويعتبر متوسط دخل الفرد في المملكة من أكبر الدخول في العالم العربي بعد كل من قطر والإمارات والكويت والبحرين، والتي يبلغ متوسط دخل الفرد فيها ٤٢٦٧٦، ٢٣٧٧١، ٢١٠٦٦، ١٥٦٢٦ دولاراً على التوالي^(٤٠).

وفيما يلي جدول بنمو الناتج المحلي السعودي بالأسعار الجارية لعامي ٢٠٠٥، ٢٠٠٦ م:

نمو الناتج المحلي بالأسعار الجارية		
مليار ريال	٢٠٠٥ م	٢٠٠٦ م
الناتج المحلي الإجمالي	١.١٦٠	١.٣٤٣
معدل النمو	٢٣.٧	١٥.٧
تحليل الناتج المحلي الإجمالي		
غير النفطي	٥٩٢	٦٠٦
القطاع الحكومي	١٩٨.٣	٢٢٢
القطاع الخاص	١٦٧	٣٨٢
القطاع النفطي	٤٢٥	٧٢٦
رسوم الواردات	٥٥٨	١١
النمو القطاعي		
القطاع الحكومي	٧.٥	١١.٩
القطاع الخاص	٩.٧	٩.٨
إنتاج النفط الخام مليون برميل يومياً	٩.٤	٩.٤

المصدر مؤسسة النقد العربي السعودي، الرياض أكتوبر ٢٠٠٦ م.

وقد تزامن هذا الأداء الجيد للاقتصاد السعودي مع قيام المملكة بإصلاحات سياسية تمثلت في توسيع قاعدة الشورى وإجراء انتخابات مجالس بلدية لأول مرة في تاريخ المملكة.

ثالثاً: الأداء الاقتصادي للشركات السعودية في سوق المال:

يعكس أداء الشركات السعودية المدرجة في سوق الأسهم القوة الكامنة للاقتصاد السعودي المحلي ودعائمه المالية، فقد نما إجمالي صافي الأرباح لهذه الشركات بنحو ٢٩٦٪، وبلغ صافي أرباح الشركات المدرجة للعام ٢٠٠٥م حوالي ٦٥ بليون ريال مرتفعاً بنحو ٤٤٪ عن العام السابق ٢٠٠٤م، ومن المتوقع أن تصل إلى حوالي ٨٥ بليون ريال لعام ٢٠٠٦م^(٤١).

وتتمثل المقدرة الأساسية للشركات المدرجة في السوق في الملاءة المالية وسعة بنيتها الداخلية لتمويل نفقات رأس المال، كذلك فقد استمرت حقوق الملكية بالارتفاع بمعدل ١٢٥٪ سنوياً خلال السنوات الست الماضية وحتى منتصف ٢٠٠٦م في الوقت الذي انخفضت فيه المديونية إلى رأس المال من ١٩٧٪ إلى ١٠١٪ لنفس الفترة الزمنية المذكورة، وبلغ الدين للشركات غير المصرفية المدرجة في السوق حوالي ٢٢٠ مليون ريال ممثلاً ٤٦٢٪ من كامل قروض البنوك لنفس الفترة، وتقدر القيمة المضافة لإسهامات الشركات المدرجة بحوالي ١٥٪ من إجمالي الناتج القومي الإسمي لعام ٢٠٠٥م إلى جانب الإسهامات غير المباشرة في خلق الأعمال والاستهلاك والاستثمار.

وبتحليل أداء القطاعات المختلفة للشركات المدرجة في سوق المال في عام ٢٠٠٥م وهو العام الذي شهدت فيه السوق المالية طفرة غير مسبوقه يلاحظ ما يلي:

١ - قطاع البنوك :

قامت المملكة العربية السعودية بإصلاحات هيكلية في قطاع البنوك، كما قامت بدور كبير في تحرير هذا القطاع وأعطت الموافقة لعدد من البنوك العربية

والأجنبية لممارسة نشاطها في المملكة، نظراً لجاذبية السوق المصرفي السعودي، ومن هذه البنوك بنك الخليج الدولي، بنك الإمارات، البنك الوطني الكويتي، بنك البحرين الوطني، وديتشه بنك، وجي بي مورغان .. وغيرها (٤٢).

أما من حيث أداء هذا القطاع فقد انعكست النتائج المالية المتباينة للبنوك على أداء أسهمها، فقد سجلت جميع البنوك نسب متفاوتة في أرباحها السنوية لعام ٢٠٠٥م، في حين أن الأرباح الربع سنوية لعدد من البنوك قد سجلت تراجعاً، حيث تراجع أرباح كل من البنك العربي وسامبا وساب في الربع الرابع ٢٠٠٥م بنسبة ٢٠٪، ١٥٪، ٦٪ على التوالي مقارنة بالربع الثالث ٢٠٠٥م، في المقابل حقق سهم الراجحي أفضل أداء في القطاع مدفوعاً بتسجيل الشركة لأعلى نمو في الأرباح السنوية بين البنوك بنسبة ٩٢٪ لندفع سهم الشركة نحو صعود حاد أدى إلى تضخم مكرر ربحية السهم ٥٥ مكرر، وقد أنهى مؤشر القطاع أداءه لشهر يناير ٢٠٠٦م بارتفاع نسبة ٩٪ عن شهر ديسمبر ٢٠٠٥م، بينما بلغت قيمة تداول القطاع ٢١ بليون ريال مقابل ٢٣ بليون ريال للشهر الماضي.

٢ - قطاع الصناعة :

وهو أكبر قطاع في السوق السعودي، فقد أندفع سهم شركة (سابك) وهي إحدى الشركات القيادية، وكذلك شركات المؤشر صعوداً حاداً متأثراً بتحقيق الشركة لأعلى أرباح سنوية في تاريخها بلغت ١٩ مليار ريال، وهي أعلى بنسبة ٢٥٪ مقارنة بالعام ٢٠٠٤م، إلا أن أرباح الشركة للربع الرابع ٢٠٠٥م تراجعت بنسبة ٧٪ مقارنة بالربع الثالث ٢٠٠٥م، ومازالت أسهم المضاربة تواصل صعودها الحاد وسط استمرار عمليات التغيرير بأدائها وتأثر المستثمرين بالأرباح السنوية التي حققها عدد من هذه الشركات نتيجة الاستثمار في الأسهم ونشاطات أخرى، وقد أنهى مؤشر القطاع أداءه بارتفاع نسبته ١٣٪ يناير ٢٠٠٦م، في حين بلغت تداولات هذا الشهر ٢٥٢ بليون ريال مقابل ٢٥٧ بليون ريال للشهر الماضي.

٣ - قطاع الأسمنت:

واصلت أسهم شركات الأسمنت ارتفاعها متأثرة بنتائجها المالية للعام ٢٠٠٥م، حيث سجلت جميعها نمواً في الأرباح مقارنة بالعام ٢٠٠٤م باستثناء أسمنت اليمامة حيث سجلت تراجعاً في أرباحها السنوية بنسبة ٨٪، إلا أنها الشركة الوحيدة في هذا القطاع التي سجلت نمواً في الأرباح في الربع الرابع وبنسبة ١٦٪ مقارنة بالربع الثالث، وقد ارتفع مؤشر القطاع بنسبة ١٥٪ بينما ارتفعت قيمة تداولاته إلى ٤١ بليون ريال يناير ٢٠٠٦م مقابل ٤٠ بليون ريال في الشهر الماضي.

٤ - قطاع الخدمات:

دائماً ما يشار إلى كثير من شركات هذا القطاع بأنها شركات مضاربة بالسوق السعودي، فقد واصلت غالبية أسهم شركات الخدمات صعودها غير المبني على أي أسس استثمارية وسط استمرار عمليات المضاربة عليها، فقد جاءت النتائج المالية للعديد من هذه الشركات سلبية، وعلى سبيل المثال الباحة للتنمية حيث حقق سهمها أعلى ارتفاع في القطاع في حين أن الشركة قد سجلت ارتفاعاً في خسائرها للعام ٢٠٠٥م بنسبة ١٠٪ مقارنة بالعام ٢٠٠٤م، وارتفاعاً في خسائرها للربع الرابع ٢٠٠٥م بنسبة ١٨٪ مقارنة بالربع الثالث ٢٠٠٥م، هذا وقد ارتفع مؤشر القطاع بنسبة ٨٪، بينما بلغت قيمة التداول ١٦٦ بليون ريال في يناير ٢٠٠٦م مقابل ١٧٨ بليون ريال للشهر الذي قبله.

ويلاحظ أن عدد الشركات الخاسرة خلال عام ٢٠٠٥م استمر عند ثلاث شركات هي: الباحة، المواشي المكيرش، وشمس، في حين حققت شركات القطاع الباقية أرباحاً في السوق وهو وضع يختلف عن الفترات السابقة، كما أن نمو الإيرادات السنوية عام ٢٠٠٥م مقارنة بعام ٢٠٠٤م كان إيجابياً في إحدى عشر شركة، وسلباً في سبع شركات، كذلك نجد أن الربح نما إيجابياً في ثلاث عشرة شركة وسلباً في خمس شركات، وهذا الوضع يعكس تحسن أداء الشركات وانضباط بعضها في تحقيق الأهداف المخطط لها^(٤٢).

٥ - قطاع الكهرباء :

استمر أداء الشركة السعودية للكهرباء في التذبذب وسط تراجع ملحوظ في إقبال المستثمرين عليها إثر تسجيل الشركة لخسائر في الربع الرابع ٢٠٠٥م قدرت بنحو ٢٨١ مليون ريال مقارنة بخسائر قدرها ٩٩ مليون ريال في الفترة المقابلة من العام الماضي ، في حين أن الأرباح السنوية للشركة قد سجلت ارتفاعاً بنسبة ١٤٪ مقارنة بالعام الماضي ، هذا وقد أنهى سهم الشركة أداؤه لشهر يناير بتراجع بنسبة ٢٢٪ ، في حين انخفضت تداولاته إلى ١٩ بليون ريال مقابل ٢٩ بليون ريال في الشهر السابق .

٦ - قطاع الزراعة :

سجلت أسهم الزراعة ارتفاعات حادة هي الأعلى في السوق وسط ازدياد حدة المضاربة عليها ، ليسجل بذلك مؤشر القطاع ارتفاعاً حاداً بنسبة ٢٢٪ ، بينما بلغت قيمة التداولات نحو ٨٣ بليون ريال مقابل ٧٨ بليون ريال للشهر الماضي ٢٠٠٥م .

٧ - قطاع الاتصالات :

يضم هذا القطاع شركتين هما : الاتصالات السعودية ، واتحاد الاتصالات (موبايلي) ، فقد ارتفع سهم شركة الاتصالات السعودية بشكل حاد مدفوعاً بإعلان الشركة لنتائجها المالية لعام ٢٠٠٥م والتي سجلت خلالها ارتفاعاً في أرباحها السنوية بنسبة ٣٤٪ مقارنة بالعام السابق ، وكذلك استقرار في أرباحها الربع سنوية دون تراجع عن الربع الثالث ٢٠٠٥م ، مما يعكس قوة الشركة التنافسية وقدرتها على استقطاب عملاء جدد بعد أن أعلنت عن وصول عدد مشتركها في (الجوال) إلى (١١) مليون عميل ، في المقابل استطاعت موبايلي أن تخفض خسائرها الربع سنوية لتصل إلى ثلاثة ملايين ريال في الربع الرابع ٢٠٠٥م مقارنة بخسائر قدرها ١٦٦ مليون ريال في الربع الثالث ٢٠٠٥م ، وبلغ إجمالي خسائرها المعلنة نحو

مليار ريال، وقد ارتفع مؤشر القطاع بنسبة ٢٢٪، كما ارتفعت قيمة التداولات لتصل إلى ٤١ بليون ريال مقابل ٢٨ بليون ريال في الشهر الماضي .

٨ - قطاع التأمين :

ويضم هذا القطاع شركة واحدة هي التعاونية للتأمين ، فقد اندفع سهم التعاونية للتأمين نحو صعود حاد بلغت نسبته ١٧٪ لينهي بذلك تذبذباته الضعيفة على مدى الشهرين السابقين ، وقد أعلنت الشركة عن تحقيقها أرباح للعام ٢٠٠٥م بلغت ٨٦٢ مليون ريال وهي أعلى بنسبة ٦٧٪ عن أرباح ٢٠٠٤م ، أما قيمة تداولات أسهم الشركة فقد بلغت نحو ٦ بليون ريال مقابل ٢ بليون ريال للشهر السابق .

وبعد هذا التحليل لشركات سوق المال السعودي نلاحظ ما يلي:

١ - تميزت معظم قطاعات سوق المال السعودي بالأداء الاقتصادي والمالي الجيد وخاصة في قطاعات الصناعة والبنوك والأسمت والاتصالات .

٢ - أتسمت الكثير من شركات قطاع الخدمات وكذلك شركات قطاع الزراعة بالأداء الاقتصادي والمالي السلبي نتيجة وجود خلل هيكلية بهذه الشركات وضعف مستوى الإدارة .

٣ - بتطبيق نظريتي الميزة النسبية والتنافسية على الشركات السعودية بسوق المال نجد أن الشركات العاملة في مجال البترول والبتروكيماويات والصناعات المرتبطة بها هي أفضل الشركات مستقبلاً ، حيث أن هذه الشركات لها مكائنها على المستوى القومي وكذلك لها فرصة للتوسع والنمو محلياً وعالمياً ، ومن أهم هذه الشركات : سابك - المصافي - البتروكيماويات .. وغيرها . ثم شركات الاتصالات نتيجة للطلب المتزايد على خدماتها وخاصة في ظل توجه القطاعات الاقتصادية والحكومية والخدمية بالمملكة نحو الاقتصاد الرقمي ، ثم شركات الأسمت حيث تشير الدراسات^(٤٤) ، إلى زيادة نمو الطلب المتوقع على الأسمت نتيجة للطفرة العمرانية في المملكة ودول الخليج وكذلك قطاع البنوك ، حيث

تواصل الأداء الجيد للبنوك التجارية ويتبين ذلك من خلال اتساع نشاطها العام وتعزيز مراكزها المالية ونمو الودائع وارتفاع الأرباح بها .

٤ - بالنسبة لقطاع الكهرباء يمكن الاستفادة من تجربة الولايات المتحدة الأمريكية وذلك بتحول قطاع الكهرباء من الاحتكار إلى المنافسة ، وجعل أقسام التوليد والنقل والتوزيع أقسام مستقلة لزيادة حدة المنافسة ، وقد أدت هذه الطريقة إلى انخفاض كبير لتكاليف الإنتاج ، وكذلك زيادة جاذبية هذه الشركات في الأسواق المالية الأمريكية (٤٥) .

وبعد هذا التحليل يلاحظ أن المؤشرات الكلية للاقتصاد السعودي كانت مؤشرات إيجابية صاحبها استقرار سياسي ، أما أداء الشركات السعودية العاملة بسوق المال فقد كان الأداء جيداً بصفة عامة ، والسؤال الذي يطرح نفسه : لماذا حدثت الأزمة العنيفة بسوق المال ؟ وهذا ما سنحاول أن نجيب عليه في دراسة أسباب الأزمة .

رابعاً: أسباب أزمة سوق المال السعودي من وجهة النظرية الاقتصادية:

يتعرض أي سوق مالي بالعالم في أحيان كثيرة وعلى فترات من الزمن لحالات من التراجع يطلق عليها الخبراء في أسواق المال بعمليات جني الأرباح ، وتتراوح نسبة الهبوط في مثل هذه الحالة من (٥٪ إلى ١٠٪) ، أما إذا زادت نسبة الهبوط إلى حوالي ١٥٪ فيطلق عليها عمليات تصحيح بالسوق ، وقد تصل هذه النسبة إلى ٢٥٪ إذا كان التصحيح حاداً ، وغالباً ما تكون المدة الزمنية لحالات جني الأرباح والتصحيح قصيرة نسبياً ، فهي في الغالب من يوم إلى أسبوعين على أكبر تقدير ، كما أن هذا الهبوط يطول معظم شركات السوق .

ولكن عندما يهوي مؤشر الأسعار بالسوق إلى أكثر من ٥٠٪ في أقل من خمسة شهور ، ويصاحب هذا الهبوط الحاد هبوطاً للشركات القيادية بالسوق والمكونة لمؤشر أسعار السوق ، إضافة إلى انهيار سعري لمعظم شركات السوق

المكونة للقطاعات المختلفة به، فهذا ما يطلق عليه الكثيرون من المتخصصين والخبراء بـ (انهيار السوق)، وهو ما حدث بالسوق السعودي ابتداءً من ٢٥ فبراير ٢٠٠٦م لتبلغ نسبة الهبوط حتى ٢ ديسمبر ٢٠٠٦م حوالي ٦٠.٧٪، ولا زالت نتائجه السلبية تطل على المتعاملين بالسوق حتى الآن.

ولذلك فإن دراسة هذه الأزمة وتحليل أسبابها مهمة لتفادي حدوث مثل هذه الأزمات في السوق السعودية والأسواق الخليجية والعربية مستقبلاً، وعلى ذلك فإننا سنستعرض لأهم الأسباب التي أدت إلى أزمة سوق المال السعودي على النحو التالي

١ - نظرية المؤامرة :

يعتقد كثير من الاقتصاديين والخبراء والمحللين أن أزمة سوق المال السعودي هي أزمة مفتعلة، فبعد عودة مئات المليارات من الدولارات من الأموال العربية المهاجرة للخارج بعد أحداث ١١ سبتمبر خاصة من الولايات المتحدة الأمريكية وبعض الدول الأوروبية إلى موطنها الأصلي في دول الخليج العربي والمملكة العربية السعودية ودخول نسبة كبيرة من هذه الأموال مجال الاستثمار في الأسواق المالية بهذه الدول، ولما كانت منطقة الخليج العربي ولاسيما المملكة العربية السعودية تمثل بثروتها البترولية بعداً استراتيجياً للدول الصناعية، وخوف هذه الدول من حدوث طفرة اقتصادية تغير من ميزان القوى في المنطقة لمصلحة البلدان العربية أمام إسرائيل، فقد تدخلت هذه الدول وبطريق غير مباشر لاقتعال هذه الأزمة، ومن أهم الآليات التي تم استخدامها تأكيد أخبار مدسوسة في كثير من وسائل الإعلام الغربية عن قرب قيام الولايات المتحدة الأمريكية بضرب المفاعلات النووية في إيران وإحداث حالة فوضى في المنطقة، وقد ترتب على هذه الأخبار الانهيار الذي حدث بالسوق.

٢ - أسباب هيكلية بأسواق المال:

يرى كثير من المتخصصين أن هناك أسباباً هيكلية بالأسواق المالية الخليجية بصفة عامة ، والسوق المالي السعودي بصفة خاصة تفسر الهبوط الحاد في مؤشر السوق ومن أهمها^(٤٦) :

- أ - ارتفاع أسعار الفائدة .
 - ب - كثرة الاكتتابات الأولية .
 - ج - الارتفاع غير المبرر لأسهم الكثير من الشركات .
- والتي يمكن تناولها على النحو التالي :
- أ - ارتفاع أسعار الفائدة :

تتأثر أسعار الفائدة في المملكة العربية السعودية بقرارات البنك الاحتياطي الفيدرالي في الولايات المتحدة الأمريكية برفع سعر الفائدة على الدولار الأمريكي نتيجة لارتباط الريال السعودي كغيره من العملات الخليجية بالدولار الأمريكي ، نظراً للتشابكات الاقتصادية القائمة بين دول الخليج والولايات المتحدة الأمريكية ، وقد قام البنك الفيدرالي الأمريكي في الفترة الماضية برفع سعر الفائدة لمحاربة بعض مظاهر التضخم ، وقد قامت البنوك التجارية في المملكة بدورها برفع سعر الفائدة إلى ٣.٥٪ على الودائع و ٥٪ على الودائع الكبيرة ذات الأمد الطويل ، وعلى الفور قام الكثير من المستثمرين في أسواق المال بتسييل جانب من الأصول التي في حوزتهم «الأسهم» ، وإيداعها في البنوك كجزء من سياسة تنويع الأدوات الاستثمارية، مما أدى إلى زيادة المعروض من الأسهم وزيادة الضغوط على سوق المال .

هذا وقد كان لارتفاع أسعار الفائدة في إنجلترا في عام ١٩٩٣م وتدهور قيمة الجنيه الإسترليني أثره في نهوض شركات التصدير وانتعاش سوق المال^(٤٧)

ب - كثرة الاكتتابات الأولية:

أسهمت ظاهرة الاكتتابات الأولية في قيام بعض المستثمرين باتخاذ قرارات مثل تغيير مكونات محافظهم الاستثمارية ، الأمر الذي أسهم في التأثير على حركتي البيع والشراء في الأسواق المالية ، وبالتالي خلق حالة من عدم الاستقرار داخل السوق المالي ، ويعتبر البعض أن استحواذ المؤسسات المالية المرتبة لعمليات الاكتتابات على ودائع ضخمة من دون تكلفة ولفترة غير قصيرة تمتد إلى عدة أسابيع وربما نجحت بعض هذه البنوك في توظيف جانب من أموال الاكتتابات لزيادة عائداتها خلال الفترة من تسلم المبالغ حتى تاريخ التخصيص .

هذا وتحتل المملكة العربية السعودية المركز الـ ١٨ عالمياً في حجم الاكتتاب بـ ١.٦٧٤ مليار دولار وذلك في عام ٢٠٠٥ م ، والمرتبة العاشرة على أوروبا والشرق الأوسط وإفريقيا^(٤٨) ، وقد شهدت المملكة في عام ٢٠٠٥ م طرح عدد من الشركات أسهمها للمواطنين ، ومن أهم هذه الشركات : سدافكو ، المراعي ، التعاونية للتأمين ، وينساب ، بينما شهد العام ٢٠٠٦ م طرح أسهم شركات الدريس والمجموعة السعودية للأبحاث والتسويق ومدينة الملك عبدالله الاقتصادية (إعمار)

ج - الارتفاع غير المبرر لأسهم كثير من الشركات :

فقد ارتفعت أسهم كثير من الشركات بصورة مبالغ فيها ، فمثلاً ارتفع سهم شركة المصافي إلى ٨٠٠٠ ريال في حين أن قيمته الاسمية ٥٠ ريال ، وارتفع سهم الراجحي إلى أكثر ٣٣٠٠ ريال ، كذلك ارتفع سهم شركة بيشة الزراعية إلى أكثر من ٢٠٠٠ ريال ، مع ملاحظة أنها إحدى الشركات الخاسرة بقطاع الزراعة ، ولذلك كان من عدم المنطقي أن يستمر السوق في الصعود على أسس غير مبررة . وقد أدى ذلك الى ارتفاع مكررات الربحية بمعظم شركات السوق مما يعطي انطباعاً بعدم جدوى الاستثمار في شركات السوق .

٣ - قرارات هيئة سوق المال:

يعتقد الكثير أن القرارات التي صدرت من هيئة سوق المال في فبراير ٢٠٠٦م قد ساعدت على تعميق هذه الأزمة وأدت إلى اهتزاز ثقة المتعاملين بالسوق ومن أهم هذه القرارات :

أ - إلغاء التعامل بوحدة أرباع الريال .

ب - الحد من نسبة التذبذب اليومي من ١٠٪ إلى ٥٪ .

ج - منع إدخال أوامر البيع لأكثر من يوم واحد .

د - الإعلان عن إيقاف بعض المضاربين .

وبتحليل هذه القرارات وتأثيرها على السوق نلاحظ ما يلي :

- أن إلغاء وحدة أرباع الريال قد طبق على كافة الشركات بجميع القطاعات ونجد أن أفضل من استفاد منه شركتي المواشي والكهرباء فمضارب المواشي لكي يرتفع ١٠٪ في يوم يواجه مقاومة عند أربعين محطة سعرية وعند الإلغاء أصبحت عشر محطات فقط وقد أدى هذا إلى تضاعف سعرها ثلاث مرات .
- أما الحد من نسبة التذبذب من ١٠٪ إلى ٥٪ فهو من وجهة نظر الكثير يتعارض مع أساسيات السوق الحر وقواعد العرض والطلب ، وبالتالي سيحد من حرية السوق في تحديد سعر السهم ، كما أن هذا يتعارض مع أنظمة منظمة التجارة العالمية التي تسعى إلى تحرير الأسواق .

ويختلف الباحث مع هذا الرأي ويرى أن هذا القرار كان لمصلحة المتداولين وحمائتهم من نتائج الهبوط المستمر للسوق ، ولكن كان يمكن للهيئة أن تطبق هذا القرار على الشركات الأخذة أسعارها في الارتفاع بدون أسباب تبرر ذلك .

- بالنسبة لمنع إدخال أوامر البيع والشراء لأكثر من يوم واحد عن طريق الإنترنت ، فقد أدى هذا القرار ولو جزئياً إلى تقليص دور المستثمرين والمضاربين الموسمين من لعب دور هام في عمق السوق ، فهؤلاء عادة ما يقتنصون فرص البيع والشراء عند نقاط المقاومة والدعم عندما يتاح ذلك .

- أما الإعلان عن إيقاف بعض المضاربين في شركات بعينها ، فقد كانت الهيئة غير موفقة في التوقيت في وقت يتعرض فيه السوق لأزمة كبيرة ، مما يؤدي إلى انتكاسة كبيرة في السوق ، وكان يجب على الهيئة أن تدعم السوق بمحفزات معنوية تساعد في وقف نزيف الانهيار .

٤ - الأعطال التقنية التي حدثت في نظام (تداول)

أثرت الأعطال المتكررة في نظام تداول وهو النظام الخاص بسوق المال السعودي على عمليات البيع والشراء وكذلك تعطل أنظمة البنوك عن العمل ، مما أحدث اختلالاً كبيراً في عمليات العرض والطلب والتي أدت الى هبوط أسعار الكثير من الأسهم وبالتالي المزيد من هبوط السوق .

٥ - تدمير كبار المضاربين :

أشارت بعض الدراسات إلى أن تكتل المضاربين بالسوق السعودي « كبار المضاربين» ، واحتجاجهم على قرارات هيئة السوق ، قد أحدث هبوطاً في السوق عن طريق عدم الشراء وبيع الأسهم المملوكة لهم بأسعار أقل .

ويرى الباحث أن هذا الكلام غير دقيق ، فسوق المال السعودي والذي يصنف بأنه أكبر أسواق المنطقة والشرق الأوسط لا يستطيع أي عدد كان من المضاربين أن يؤثر في جميع شركات السوق ، مع العلم بأنه يمكن التأثير فقط وبشكل محدود على بعض الشركات الصغيرة في قطاعي الزراعة والخدمات ، كما انه من غير المنطقي أن يجتمع جميع المضاربين في وقت ومكان واحد .

٦ - الشائعات الكاذبة :

ساهمت الشائعات والتي تصنف بالكاذبة من بعض الصحف والإنترنت والتي كانت تركز على إعطاء نصائح وتحليلات غير صحيحة تنصب أهدافها على رفع أسعار بعض الأسهم لصالح مجموعة من المتعاملين على التأثير السلبي في أداء السوق .

٧ - الأسباب النفسية :

فقد أدى الانخفاض اليومي المستمر في أسعار الأسهم إلى هز ثقة المتعاملين في السوق من المضاربين والمستثمرين واندفاعهم نحو البيع ، وقد نتج عن ذلك زيادة المعروض من الأسهم وتدني مستوى الطلب مما أدى إلى مزيد من الانخفاضات .

٨ - صناديق البنوك للاستثمار في الأسهم :

تتمتع المملكة العربية السعودية بأكبر نشاط لصناديق الاستثمار في العالم الإسلامي ، إذ ارتفع عدد الصناديق إلى ١٩٩ صندوقاً في عام ٢٠٠٥م مقارنة بـ ١٨٨ صندوقاً في عام ٢٠٠٤م ، ١٧٠ صندوقاً في عام ٢٠٠٢م ، كما وصل عدد المستثمرين في ٢٠٠٥م إلى ٥٦٨,٣ ألف مستثمر مقارنة بنحو ١٩٨ر٤ ألف مستثمر في نهاية ٢٠٠٤م^(٤٩) .

وتمثل الأسهم المحلية حوالي ٣٨,٧٪ من إجمالي مكونات الأسهم في هذه الصناديق ، ويتفق الباحث مع كثير من الاقتصاديين على أن هذه الصناديق أصبحت تمثل خطراً على سوق الأسهم في حالة حدوث تراجع في السوق نتيجة لعدم التزامها بالاحتفاظ بنسبة سيولة آمنة^(٥٠) ، فموجودات الصناديق في البنوك السعودية لم تكن تتجاوز ٢٩ مليار في أكتوبر ٢٠٠٣م ، نمت بسرعة هائلة حيث بلغت موجوداتها في مارس ٢٠٠٦م نحو ١٦٣ مليار ريال بأكثر من ٥٥ مرة مع أن القيمة السوقية للأسهم المحلية لم ترتفع خلال الفترة نفسها إلا إلى ٢٣ تريليون ريال أو نحو ثلاثة أضعاف قيمتها في أكتوبر ٢٠٠٣م البالغة ٥٣٠ مليار ريال ، ولذلك فإن دور ونسبة موجودات هذه الصناديق في سوق الأسهم السعودية قد تعاظم بشكل كبير خلال العامين الماضيين ، وتؤكد بعض الدراسات أن معظم حملة وحدات الصناديق من مضاربي الأجل القصير ، مما يعني تدافعهم للخروج من السوق عند بدء ظهور أي تراجع في السوق تضطر معه الصناديق ، وفي حالة عدم توفر السيولة الكافية التي تسمح بتخفيض حجم موجوداتها بنفس حدة تسييل وحداتها إلى بيع جزء من موجوداتها من الأسهم مما يضغط على السوق بمزيد من التراجع^(٥١) .

فتجاوز قيمة الوحدات المصفاة حجم سيولة الصندوق يعني تحمل البنك الفرق من خلال اضطراره إلى تملك تلك الوحدات مما يعرضه لتحمل خسائر جسيمة في حالة استمرار تراجع السوق، مما يجعل لدى الصناديق دوافع قوية وبضغط من البنوك لتسييل موجوداتها بشكل سريع في حالة تلقيها طلبات غير متوقعة لتصفية وحداتها دون أدنى اكتراث لما يترتب على ذلك من زيادة وسرعة تراجع السوق . ويرى الباحث ضرورة قيام هيئة سوق المال السعودي بمنح تراخيص إدارة الصناديق الاستثمارية لمؤسسات وشركات متخصصة غير مصرفية ، ولا شك أن هذا سيساعد على خلق بيئة مناسبة لاستقرار السوق .

٩ - القروض التي تقدمها البنوك للأفراد:

سجلت قروض البنوك السعودية زيادة حادة نتيجة لانخفاض سعر الفائدة مما شجع الأفراد على الاقتراض والاستثمار في المجالات المختلفة وخاصة الاستثمار والمتاجرة في الأسهم المحلية ، فقد بلغ مجموع الائتمان التي قدمتها البنوك السعودية للأفراد خلال العام ٢٠٠٥م حوالي ١٨٤ر٧٨٢ مليار ريال مقارنة بـ ١١٨ر٦٠١ مليار ريال في عام ٢٠٠٤م^(٥٢) .

وقد أدى هذا التوسع في منح القروض إلى زيادة حجم السيولة بسوق المال ، وقد تميزت القروض الخاصة بالاستثمار والمتاجرة في سوق الأسهم بشروط صعبة تمثلت في أحقية البنك في تسييل محافظ الأسهم الخاصة بالعملاء المقترضين في حالة هبوط السوق حتى يضمن البنك حقوقه ، وقد قامت كثير من البنوك أثناء أزمة هبوط السوق بتسييل أعداد كبيرة من المحافظ عند حدوث الهبوط المتكرر بالسوق مما أدى إلى زيادة المعروض من هذه الأسهم وبأسعار منخفضة فتسبب ذلك في إحداث هبوط إضافي بالسوق . وقد أدت هذه السياسة إلى إفلاس عدد كبير من المقترضين من هذه البنوك .

هذا ويرى بعض الخبراء أن عدم التوافق بين مؤسسة النقد والبنوك يدفع نحو المضاربة ويحفز المستثمرين عليها من خلال إعطائهم التسهيلات المالية للدخول في السوق وهذا احد أبرز الأسباب التي أسهمت في الأزمة^(٥٣) . ويرى الباحث أن هناك أسباب أخرى بالإضافة إلى الأسباب السابقة ساعدت في تفعيل هذه الأزمة تتمثل في :

• ضعف الأطر التشريعية والتنظيمية مع غياب الاستقلال الإداري لهيئة سوق المال .

• الافتقار إلى أدوات الرقابة التي تساعد على حسن إدارة سوق المال .

• غياب ثقافة التعامل في الأسواق المالية عند الكثير من المتعاملين في السوق وخاصة صغار المضاربين والمستثمرين ، وبالتالي سرعة اندفاعهم لعمليات البيع وإفلاس الكثير منهم وخروجه من السوق .

ونتيجة لهذه الأزمة والأضرار التي لحقت بالمتعاملين بالسوق فقد اتخذ المجلس الاقتصادي الأعلى بالمملكة بتاريخ ١٤/٣/٢٠٠٦م عدة قرارات مهمة لمنع المزيد من الانهيار في سوق المال ومن أهم هذه القرارات :

١ - خفض القيمة الاسمية للأسهم «تجزئة الأسهم» في الشركات المساهمة لتصبح عشر ريالات بدلاً من خمسين ريالاً «القيمة السابقة» ، ويهدف هذا القرار إلى زيادة كمية الأسهم المتداولة وتمكين صغار المستثمرين من الاستثمار في الأسهم القيادية والاستثمارية والتي غالباً ما تكون قيمتها السوقية مرتفعة .

ويرى الباحث أن هذا القرار سيكون مفيداً في الأجل القصير ، أما في الأجل المتوسط أو الطويل فإن مضاربات السوق وهي التي تميز السوق السعودي قد ترفع أسعار هذه الأسهم المجزأة بحيث تصل قيمة السهم المجزأ إلى ما كانت عليه قبل التجزئة وربما أكثر .

٢ - السماح للمقيمين بالتداول في سوق الأسهم ، حيث بلغت تحويلات المقيمين في عام ٢٠٠٤م من المملكة للخارج حوالي ٥٠٨ مليار ريال ، ويمكن الاستفادة

من هذه الأموال داخليا من خلال استثمار المقيمين لجزء كبير منها داخل سوق المال .

وقد أدت هذه الأزمة إلى حدوث آثار اقتصادية واجتماعية وسياسية تمثلت في :

- ١- إفلاس عدد كبير من المضاربين والمستثمرين وشركات إدارة المحافظ المالية .
 - ٢- انسحاب عدد كبير من المتعاملين في سوق الأسهم وتوجههم نحو الاستثمار في المجالات الأخرى مثل العقارات والتجارة .. وخلافه (الفرصة البديلة الأفضل)
 - ٣ - أعباء اجتماعية كبيرة لكثير من المتعاملين بالسوق نتيجة لحجز البنوك على ممتلكاتهم لعدم قدرتهم على سداد القروض الممنوحة لهم من قبل هذه البنوك .
 - ٤ - زيادة الحراك الاجتماعي بالمجتمع السعودي ألقيا (زيادة ونقصان النفوذ) ورأسياً (الانتقال من طبقة إلى طبقة أخرى) .
 - ٥ - زيادة حالات الطلاق والمشاكل الاجتماعية .
 - ٦ - إصابة الكثير من المتعاملين بالسوق بالأمراض النفسية والعضوية أطلق عليها الأطباء السعوديين «مرض الأسهم» .
- ويلاحظ أن هذه الآثار الاقتصادية لم تمتد للتأثير في انخفاض قيمة الريال السعودي، على عكس الأزمة الآسيوية في عام ١٩٩٧م والتي أدت إلى انخفاض العملات بهذه الدول وخصوصاً في إندونيسيا، حيث انخفضت الروبية بنسبة ٥١٫٨٪ من قيمتها، وكذلك عملات تايلاند وماليزيا وكوريا الجنوبية نتيجة للمضاربات على هذه العملات^(٥٤)، وعدم وجود مضاربات على الريال بالسوق السعودي .

ويرى الباحث أن علاج أزمة سوق المال السعودي تتطلب تضافر جميع الجهود وخاصة من جانب الدولة والمتمثل بدعم الدولة السياسي لهيئة سوق المال، وإصلاح الهياكل الاقتصادية والتنظيمية والقانونية، وكذلك ضبط السياسة النقدية وزيادة تفعيل دور مؤسسة النقد العربي السعودي، كما يجب تحمل الشركات

والبنوك والمتعاملين بالسوق لمسؤوليتهم نحو تخطي هذه الأزمة ، وعلى ذلك فإن أهم ما يجب القيام به هو :

١ - ضبط السياسة النقدية وخاصة في مجال القروض والائتمان الموجه للمتاجرة والاستثمار بالأسهم ، وكذلك التحكم في المعروض النقدي ، والسياسات الخاصة بتحديد نسبة السيولة لصناديق الاستثمار الخاصة بالبنوك ، والتي نقترح أن لا تقل عن ٢٠٪ من القيمة الإجمالية لمكونات هذه الصناديق ، ويتم ذلك من خلال مؤسسة النقد العربي السعودي .

٢ - الإسراع في إنشاء مكاتب الوساطة المالية بدلاً من البنوك .

٣ - تطوير الهياكل الإدارية والتنظيمية لهيئة سوق المال السعودي ، وإنشاء إدارة خاصة «بإدارة الأزمات» ، والاستفادة من تجارب أسواق المال الناجحة في العالم .

٤ - رقابة الدولة المشددة على المنتديات بالإنترنت والصحف التي تقوم بنشر معلومات غير صحيحة للتأثير على السوق لصالح أشخاص أو مجموعات أو شركات بعينها .

٥ - عدم إتباع نظام الصدمات بالنسبة للقرارات الاقتصادية والمالية ذات التأثير المباشر وغير المباشر على سوق المال .

٦ - إنشاء سوق ثانوي يتم فيه تداول الأسهم الخاسرة والتي لا تفي بمتطلبات هيئة سوق المال .

٧ - إصلاح هيكل السوق وذلك بتشجيع قيام صناع السوق والشركات الكبيرة وذلك لخلق نوع من التوازن الذاتي في السوق .

٨ - تكامل وانفتاح سوق المال السعودي مع أسواق المال الخليجية والعربية والإقليمية «باستثناء دولة الاحتلال الإسرائيلي» ، وكذلك الأسواق الآسيوية والدولية .

الخلاصة والنتائج

تناول هذا البحث «أزمة سوق المال السعودي دراسة اقتصادية» دراسة وتحليل الجوانب النظرية لسوق المال مع التطبيق على السوق السعودي ، وذلك من خلال دراسة الأهمية الاقتصادية لسوق المال (البورصة) ، ثم النظريات التي تحدد العوامل التي تؤثر على أسعار الأسهم مع التطبيق على السوق السعودي ، وقد شملت نظريتي التحليل الاقتصادي والأساسي ، وهما النظرية التقليدية ونظرية الثقة ، ثم نظرية العوامل الفنية أو التحليل الفني (Tehnical Analysis) ، وكذلك دراسة التحليل الاقتصادي لسوق المال السعودي والأطراف التي تحكم تعامله والتي اشتملت على أهم ما يميز السوق المالي السعودي اقتصادياً وأهم الأطراف التي تحكم عمل سوق المال السعودي وتحليلها ودراسة تأثيراتها على سوق المال .

وأخيراً تم دراسة أزمة سوق المال السعودي من وجهة النظر الاقتصادية ، والتي اشتملت على الأوضاع الاقتصادية والسياسية السائدة عالمياً ، ثم أهم المؤشرات الكلية للاقتصاد السعودي ، والوضع السياسي القائم ، وكذلك تحليل ورصد الأداء الاقتصادي والمالي للشركات السعودية في سوق المال ، ثم دراسة تحليلية لأهم الأسباب التي أدت إلى هذه الأزمة ، وكذلك الآثار التي تترتب عليها ، ثم رأي الباحث في علاج هذه الأزمة .

وسنتناول فيما يلي أهم نتائج البحث :

١ - أن أزمة سوق المال السعودي العنيفة قد حدثت في ظل مؤشرات اقتصادية قوية للاقتصاد السعودي واستقراراً سياسياً تزامناً مع أداء اقتصادي ومالي جيد لمعظم قطاعات السوق المالي وخاصة البنوك والشركات الصناعية وشركات الأسمنت والاتصالات وبعض الشركات الخدمية ، مما يطرح بعض التساؤلات عن أسباب خفية وراء الأزمة (نظرية المؤامرة) .

٢ - من أهم الأسباب التي أدت إلى أزمة سوق المال السعودي من وجهة النظر الاقتصادية :

أزمة سوق المال السعودي (البورصة) .. دراسة

د. عادل حميد يعقوب

- التوسع في القروض التي قدمتها البنوك التجارية للأفراد والشركات للمتاجرة والاستثمار في الأسهم .
 - الأداء غير المنضبط لصناديق البنوك للاستثمار في الأسهم المحلية بالإضافة إلى الأسباب التالية والتي ساهمت في هذه الأزمة وهي :
 - الأسباب الهيكلية الخاصة بسوق المال السعودي والتي اشتملت على:
 - ارتفاع سعر الفائدة بالبنوك .
 - كثرة الاكتتابات الأولية .
 - الارتفاع غير المبرر لأسهم الكثير من شركات السوق .
 - قرارات هيئة سوق المال السعودي أثناء الأزمة والتي اشتملت على :
 - إلغاء التعامل بوحدة أرباع الريال .
 - الحد من نسبة التذبذب من ١٠٪ إلى ٥٪ .
 - منع إدخال أوامر البيع لأكثر من يوم واحد .
 - الإعلان عن إيقاف بعض المضاربين .
 - الأعطال الفنية التي حدثت في نظام تداول أكثر من مرة .
 - الأسباب النفسية .
 - الشائعات الكاذبة .
 - ضعف الأطر التشريعية والتنظيمية لهيئة سوق المال .
 - انعدام ثقافة التعامل في سوق المال عند الكثير من المتعاملين .
- ٣ - تسببت أزمة سوق المال السعودي في خسائر اقتصادية ومالية كبيرة للأفراد والمنشآت والبنوك وشركات إدارة المحافظ المالية ، مما نتج عنه إفلاس عدد كبير من الأفراد والشركات ، وقد تخطت هذه الخسائر الأبعاد المالية والاقتصادية إلى الأبعاد الاجتماعية والسياسية في المجتمع السعودي .

٤ - تأثرت الأسواق المالية العربية عموماً والخليجية بشكل خاص سلبياً بأزمة السوق المالي السعودي نتيجة لوجود عدد كبير من المستثمرين السعوديين بهذه الأسواق ، وقد هبط مؤشر الأسعار بهذه الدول هبوطاً كبيراً خاصة في مصر والأردن ودول الخليج .

٥ - لا زالت السوق المالية السعودية بحاجة لمزيد من الإصلاحات والإجراءات لتطوير بنيتها المؤسسية وأدواتها المتداولة ، كمؤسسات الوساطة المتخصصة في أعمال السوق الأولية والثانوية وبنوك الاستثمار ، كما أن مؤسسات الإصدار والتغطية وضمان الاكتتاب والشركات صانعة السوق غير موجودة بالمعنى الحقيقي .



هوامش البحث

- ١- صندوق النقد العربي وآخرون ، التقرير الاقتصادي العربي الموحد ، أبو ظبي ، ٢٠٠٦م ، ص ٢٥٨ .
- وكذلك احمد جويلي (دكتور) ، جامعة الدول العربية ، مجلس الوحدة الاقتصادي ، القاهرة ، ٤ فبراير ٢٠٠٦م ، ص ٣ .
- ٢- وزارة الاقتصاد والتخطيط ، خطة التنمية الثامنة (٢٠٠٥ - ٢٠٠٩) ، الرياض ، المملكة العربية السعودية ، ٢٠٠٦م ، ص ٣٢٥ - ٣٢٦ .
- 3- Global Investment House «Global» Economic report Kuwait, August 2006, pp 1-5.
- ٤- كمال توفيق الحطاب (دكتور) ، نحو سوق مالية إسلامية ، المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي ، جامعة أم القرى ، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية ، مكة المكرمة ، ٢٠٠٥م ، ص ٨-٩ .
- 5- Teweles , Richard & Bradely , Edward , The stock Markets New York : John Wiley Sons 1982 pp 325 - 373
- 6- FINANCIAL TIMES, LONDON ,May 2006 , p 4
- 7- Benonit Mercereau, Stock markets and the real exchange rate: an Intertmporal approach , Journal International Money and Finance , 2006 , pp 1 - 4
- ٨- مصرف الراجحي ، تحليل لأداء ميزانية المملكة العامة لعام ٢٠٠٧م ، الرياض ، ديسمبر ٢٠٠٦م .
- ٩- وزارة الاقتصاد والتخطيط ، خطة التنمية الثامنة ، مرجع سبق ذكره ، ص ٨٣
- ١٠- أسامة عزمي سلام (دكتور) ، مدى استجابة بورصة الأوراق المالية لاحتمالات الحرب في العراق ، دراسات العلوم الإدارية ، الجامعة الأردنية ، عمان العدد ٢ ، ٢٠٠٦م ، ص ٣٢٩ .
- 11- Marco Da Rin and others, Public Policy and the creation of active venture capital markets, Journal of Public Economics, 2006, pp. 1699 –1710.

- ١٢ - وزارة الاقتصاد والتخطيط ، منجزات خطط التنمية «حقائق وأرقام» ، الإصدار الثاني والعشرون ، الرياض ، المملكة العربية السعودية ، ٢٠٠٦م ، ص ٣١ .
- 13- Teweles, Richards & Bradely , Edwand , op. cit., p. 370
- ١٤ - إبراهيم الكراسنة (دكتور) ، إرشادات عمليه في تقييم الأسهم والسندات ، صندوق النقد العربي ، معهد السياسات الاقتصادية ، أبوظبي ، يوليو ٢٠٠٥م ، ص ٣٣-٣٤ .
- ١٥ - هاني سري ، أزمة الأسواق الخليجية ، المؤتمر الرابع لأسواق الأسهم الخليجية ، دبي ، الإمارات العربية المتحدة ، ١٩ - ٢٠ سبتمبر ٢٠٠٦م ، ص ٨-٩ .
- ١٦ - وزارة الاقتصاد والتخطيط ، مرجع سبق ذكره ، ص ٢٠ .
- 17- [http:// www. Tadawul .Com.sa](http://www.Tadawul.Com.sa) 25 jan 2006.
- 18- Ibid , p2.
- ١٩ - فيصل حمزة الصيرفي ، مستقبل السوق السعودي ، المدينة ، العدد ١٥٧٢٥ ، السبت ١٢ مايو ٢٠٠٦ ، ص ١٤ .
- 20- Riza Demirer , Ali M. Kutan, Does herding behavior Exist in Chinese Stock markets ? International Financial Markets, Inst . and Money (16) 2006 pp 5 – 6.
- ٢١ - علي الكمالي ، اصلاح الأسواق الخليجية ، المؤتمر الرابع لأسواق الأسهم الخليجية ، دبي ، الإمارات العربي المتحدة ، ١٩ - ٢٠ سبتمبر ٢٠٠٦ ، ص ١٢ .
- 22- David A Sneider . , Developments in Japan's capital markrts , international Financial Law Review : Guide to the World's Leading Capital Markets ' Lawyers London:Mar 2002 .p.45.
- ٢٢ - يوسف عبدالله الشبيلي (دكتور) ، فتوى حول الشركات المساهمة المحلية التي يجوز الدخول فيها وكذلك الشركات المحرمة ، الرياض ، المملكة العربية السعودية ، فبراير ٢٠٠٦م .
- ٢٤ - عبدالله مرعي محفوظ ، ضجيج فتاوى الأسهم في سوق المال السعودي ، الاقتصادية ، العدد ٤٥٦٧ ، ١٣ ابريل ٢٠٠٦م ، الرياض ، ص ٦ .
- ٢٥ - عبد اللطيف الوايل (دكتور) ، سوق الأسهم بين المصالح والمفاسد ، بحث غير منشور ، كلية اللغة العربية جامعه الملك خالد أبها ، المملكة العربية السعودية ، أبريل ٢٠٠٦م ، ص ٣-٥ .

- ٢٦ - عبدالله محفوظ ، مرجع سابق ذكره ، ص ٦ .
- ٢٧ - علي الكمالي ، إصلاح الأسواق الخليجية ، مرجع سبق ذكره ، ص ١٠ .
- 28- Lawrencs G. Golderg , Rezaul Kabir . The Stock market performance of the central banks of Belgium and Japan, Journal of Economics and Business, N. holland , 2002 . pp 150 – 152.
- ٢٩ - مؤسسة النقد العربي السعودي (ساما) ، التقرير الاقتصادي الدوري ، يناير ٢٠٠٦ م ، الرياض .
- 30- Michael Bowe , Daniela Domuta , Investor herding during financial crisis : A clinical study of the Jakarta Stock Exchange , pactfic – Basin Finance Journal , 12 (2004) p. 397.
- ٣١ - هاني سري ، أزمة الأسواق الخليجية ، مرجع سبق ذكره ، ص ٩ .
- 32- Riza Demirer , Ali M. Kutan . Does herding berding behavior exist in Chinese . stock markets , International Financial Markets , Inst and Money 16 (2006) p 123 .
- ٣٢ - هذه البيانات مأخوذة من :
http : www . Tadawul com . Sa,10 May (2006)
- ٣٤ - أوجستودي لا توري ، سيرجو شموكلر ، ما هو مستقبل أسواق المال للدول النامية في ظل اقتصاد معولم ، مجلة التمويل والتنمية ، صنوق النقد الدولي ، واشنطن DC ، يونيو ٢٠٠٥ م ، ص ٤٧ .
- ٣٥ - المرجع السابق ، ص ٤٨ .
- ٣٦ - مؤسسة النقد العربي السعودي (ساما) ، التقرير الاقتصادي ، أكتوبر ، ٢٠٠٦ م ، ص ١٠ .
- 37- Bernd Hayo, Ali M kutan, The impact of news, oil prices, and global market developments on Russian financial markets, The Economics of Transition . Oxord : Apr 2005 . Vol . 13 , Iss. 2, p.373.
- ٣٨ - مؤسسة النقد العربي السعودي ، التقرير الاقتصادي ، مرجع سبق ذكره ، ص ١٢ .
- ٣٩ - صندوق النقد العربي ، الدول العربية (مؤشرات اقتصادية) ، أبو ظبي ٢٠٠٤ م ، ص ٧ جدول رقم (٥) .

- ٤٠- المرجع السابق ، ص ٤ ، جدول ٣ .
- ٤١ - اعتمد الباحث في تحليل الأداء الاقتصادي للشركات السعودية سوق المال على البيانات ونتائج الشركات المأخوذة من <http://www.tadawul.com> وكذلك من : <http://www.bfasaudi.com> monthly investment report 13 -12- 2006 . 42- Global Investment House «Golbal» Saudi Arabia Economic Strategic ، outlook ، Kuwait ، May 2006, pp. 1-4.
- ٤٣ - ياسين عبد الرحمن الجفري (دكتور) ، تحليل اقتصادي للشركات المساهمة في قطاع الخدمات في سوق المال السعودي ، الاقتصادية ، العدد ٤٥٥٥ ، الرياض ، ابريل ٢٠٠٦ م ، ص ٦ .
- ٤٤ - وزارة الاقتصاد والتخطيط ، خطة التنمية الثامنة (٢٠٠٥ - ٢٠٠٩) ، مرجع سبق ذكره ، ص ٢٣٧ - ٢٣٨ .
- 45- Gurgen Ender Efficiency and stock market performances of electric power generating companies : A comprehensive analysis of deregulation and reregulation Era Pro Quest Dissertations and Theses 2003 . Section 0185 ، part 0796 108 pages, Ph.D dissertation. United States – New York: Rensselaer Polytechnic Institute, 2003. Publication Number: 3098848.
- ٤٦ - جاسم حسين (دكتور) ، وحدة البحوث الاقتصادية ، جامعة البحرين ، مارس ٢٠٠٦ ، ص ١٤ .
- 47- Anonymous ، Financial market developments ، Bank of England . Quarterly Bulletin London : May 1993 . Vol . 33 ، Iss . 2 ، p . 213
- ٤٨ - شركة أرنست اند يونج الأمريكية ، التقرير السنوي لأنشطة الاكتاب العالمية الاقتصادية ، العدد ٤٥٦٧ ، الرياض ، ١٢ أبريل ٢٠٠٦ ، ص ٩ .
- ٤٩ - مؤسسة النقد العربي السعودي (نشرة الإحصاءات ربع السنوية ، الرياض ، ٢٠٠٥ م. وكذلك وزارة الاقتصاد والتخطيط) خطة التنمية الثامنة (٢٠٠٥ - ٢٠٠٩) ، مرجع سبق ذكره ، ص ٣٢٨ .

أزمة سوق المال السعودي (البورصة) .. دراسة

د. عادل حميد يعقوب

- ٥٠- عبد الرحمن محمد السلطان (دكتور) ، صناديق البنوك سبب انهيار الأسهم الاقتصادية ، العدد ٤٥٥٠ ، الرياض ٢٧ مارس ٢٠٠٦ م ، ص ١٢ .
- ٥١- المرجع السابق ، ص ١٢ .
- 52- Golbal Investment Hous «Global» Saudi Arabia Economic & Strategic Outlook Banking Sector op. cit., p.3.
- ٥٢- هاني سري ، أزمة الأسواق الخليجية ، مرجع سبق ذكره ، ص ١٠ .
- 54- Michael Bowe, Daniela Domuta, Investor Herding during financial crisis: A clinical Study of the Jakarta Stock Exchange, op. cit., p.399.

